

FACULTAD DE DERECHO DE LA UNIVERSIDAD AUTÓNOMA DE MADRID

DEPARTAMENTO DE DERECHO PRIVADO, SOCIAL Y ECONÓMICO



LEY APLICABLE A LA RESPONSABILIDAD DERIVADA DEL FOLLETO

Autora de la Tesis Doctoral: **Sara Sánchez Fernández**

Director: **Francisco J. Garcimartín Alférez**

Catedrático de Derecho internacional privado

Universidad Autónoma de Madrid

Madrid, 2013

LEY APLICABLE A LA RESPONSABILIDAD DERIVADA DEL FOLLETO

Autora de la Tesis Doctoral: **Sara Sánchez Fernández**

Director: **Francisco J. Garcimartín Alférez**

Catedrático de Derecho internacional privado

Universidad Autónoma de Madrid

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN

I. OBJETO DEL TRABAJO DE INVESTIGACIÓN	19
II. OBJETIVOS Y SISTEMÁTICA	21

INTRODUCTION

I. OBJECT OF THE THESIS	25
II. OBJECTIVES AND STRUCTURE.	27

PRIMERA PARTE

EL RÉGIMEN JURÍDICO DE LAS OPVs

INTRODUCCIÓN

I. LAS OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA DE VALORES NEGOCIABLES	33
II. ESTRUCTURA DE LA PRIMERA PARTE DEL TRABAJO DE INVESTIGACIÓN	35

CAPÍTULO PRIMERO

OPVs, SUJETOS INTERVINIENTES Y RELACIONES JURÍDICAS ENTRE ELLOS

I. SUJETOS INTERVINIENTES EN UNA OPV	37
1. Introducción.	37
2. El oferente.	37
3. Los intermediarios	41
4. Los inversores	43
II. RELACIONES JURÍDICAS ENTRE LOS SUJETOS INTERVINIENTES	45
1. La relación entre el emisor y el oferente	45
2. La relación entre el oferente y los intermediarios	47
2.1. El papel de los intermediarios	47
2.2. La relación entre el oferente y la entidad directora	48
2.3. La relación entre el oferente y las entidades colocadoras	50
2.3.1. Introducción	50
2.3.2. El contrato de colocación	51
2.3.3. El contrato de aseguramiento	53
2.3.4. La asunción en firme	54
2.4. La relación entre el oferente y el banco agente	58
3. La relación entre los intermediarios: el sindicato de colocación	59
4. La relación entre el intermediario y el inversor	61
5. La relación entre el oferente y el inversor	63

6 · Ley aplicable a la responsabilidad derivada del folleto

5.1. Introducción	63
5.2. ¿Cuándo quedan las partes obligadas? La naturaleza de la oferta.	64
5.3. El contrato resultante.	66
5.3.1. Introducción	66
5.3.2. El contrato resultante como contrato de adhesión	67
5.3.3. Las partes en el contrato y folleto	68
6. Las relaciones entre los inversores en el mercado secundario	70
III. RECAPITULACIÓN	71

CAPÍTULO SEGUNDO

LAS OPVs Y LA DISCIPLINA DEL MERCADO DE VALORES

I. LA OPV COMO NEGOCIO JURÍDICO DEL MERCADO DE VALORES	75
II. LA INFORMACIÓN EN LOS MERCADOS DE VALORES: EL RÉGIMEN JURÍDICO ADMINISTRATIVO DEL FOLLETO.	76
1. El principio de transparencia informativa.	76
1.1. Información y mercados	76
1.2. Objetivos de política legislativa	79
2. Principio de transparencia y OPVS: el régimen del folleto	81
2.1. Introducción	81
2.2. La elaboración del folleto: su contenido	83
2.3. La aprobación del folleto por la CNMV	86
III. LAS OPVS DESDE LA PERSPECTIVA DE LAS NORMAS JURÍDICO PRIVADAS DEL MERCADO DE VALORES	87
1. El folleto como vehículo de la oferta contractual	87
2. Folleto y <i>enforcement</i>	88
2.1. <i>Public enforcement</i> vs <i>private enforcement</i>	88
2.2. <i>Private enforcement</i> : introducción	90
2.2.1. <i>Private enforcement</i> y litigiosidad	91
2.2.2. Acciones de Derecho común	92
3. El régimen especial de responsabilidad civil derivada del folleto.	94
3.1. Consideraciones generales	94
3.2. Presupuestos objetivos de la responsabilidad	97
3.2.1. Introducción	97
3.2.2. El folleto engañoso	97
a) Introducción	97
b) Las informaciones falsas	99
c) Las omisiones	100
d) El suplemento	102
e) Resumen y responsabilidad civil.	102
3.2.3. El daño	103
3.2.4. El nexo causal	103

3.2.5. Recapitulación parcial	105
3.3. La legitimación	106
3.3.1. Legitimación activa	106
3.3.2. Sujetos potencialmente responsables	108
3.4. Criterio de imputación de la responsabilidad.	111
3.5. Análisis de la responsabilidad en función del sujeto responsable	113
3.5.1. Introducción	113
3.5.2. La responsabilidad del emisor u oferente	113
a) La responsabilidad del oferente	113
b) La responsabilidad del emisor cuando es una persona distinta del oferente	116
3.5.3. La responsabilidad de los administradores	116
3.5.4. La responsabilidad de la entidad directora	119
3.5.5. La responsabilidad del garante.	120
3.5.6. La responsabilidad de las personas que hayan autorizado parte del folleto/ aceptado asumir responsabilidad por este	121
a) Introducción	121
b) La responsabilidad de los auditores	121
c) La responsabilidad de otros expertos	123
3.5.7. La responsabilidad de las entidades colocadoras.	123
3.6. Causas de exoneración	125
3.7. Otras cuestiones	125
3.7.1. Prescripción	125
3.7.2. Efectos de la responsabilidad.	125
IV. RECAPITULACIÓN	127

SEGUNDA PARTE

LAS OPVs TRANSFRONTERIZAS

INTRODUCCIÓN

I. LAS OPVs TRANSFRONTERIZAS	133
II. ESTRUCTURA DE LA SEGUNDA PARTE DEL TRABAJO DE INVESTIGACIÓN	135

CAPÍTULO TERCERO

NORMAS REGULATORIAS Y OPVs TRANSFRONTERIZAS

I. INTRODUCCIÓN	137
II. EL PUNTO DE PARTIDA: LA UNILATERALIDAD COMO TÉCNICA DE REGLAMENTACIÓN.	138
1. La unilateralidad en el Derecho del mercado de valores	138
1.1. Unilateralidad y ley aplicable	138

1.1.1. Introducción	138
1.1.2. Normas de extensión y Derecho del mercado de valores	140
1.2. Unilateralidad y autoridad competente	141
2. El punto de conexión	142
2.1. La conexión con el mercado	142
2.2. El <i>target market test</i>	143
2.2.1. Introducción	143
2.2.2. El <i>target market</i> en el Derecho positivo	146
III. EL PRINCIPIO DEL ESTADO MIEMBRO DE ORIGEN	149
1. De la unilateralidad al principio del Estado miembro de origen: el giro en la técnica regulatoria	149
1.1. Problemas asociados a la unilateralidad	149
1.2. El reconocimiento mutuo	150
2. Funcionamiento del pasaporte del folleto	154
2.1. Introducción	154
2.2. La determinación del Estado miembro de origen	155
2.2.1. Estado miembro de origen y emisores del EEE	155
a) Regla general	155
b) Excepciones	158
(i) Introducción	158
(ii) Valores no participativos derivados y de deuda con valor nominal unitario igual o superior a mil euros	159
(iii) El <i>transfer</i>	160
2.2.2. Estado miembro de origen y emisores de terceros Estados	161
2.3. El pasaporte del folleto.	163
2.3.1. La notificación	163
2.3.2. El régimen lingüístico	163
IV. RECAPITULACIÓN	166

CAPÍTULO CUARTO

MODELOS NORMATIVOS EN LA DETERMINACIÓN DE LA LEY APLICABLE: ¿UN MODELO DE CONEXIÓN ACCESORIA EN LA UE?

I. INTRODUCCIÓN	169
II. MODELOS NORMATIVOS	170
1. Definición de los modelos normativos	170
1.1. Introducción	170
1.2. Modelo de conexión accesoria	170
1.3. Modelo de conexión autónoma	172
1.4. Consideraciones finales	173
2. Ventajas e inconvenientes de los modelos normativos	174
2.1. Introducción	174
2.2. Ventajas	174

2.3. Inconvenientes	175
3. Los modelos normativos en el Derecho comparado.	176
3.1. Introducción	176
3.2. El ordenamiento estadounidense	177
3.2.1. Ley aplicable a la responsabilidad civil derivada del folleto	177
a) Ley aplicable y <i>public law taboo</i>	177
b) <i>Section 11</i> y <i>Rule 10b-5</i>	179
3.2.2. ¿Afecta el MJDS a la determinación de la ley aplicable?	180
3.3. El ordenamiento suizo	182
III. EL MODELO NORMATIVO EN LA UE	183
1. Planteamiento	183
2. El principio del Estado miembro de origen en el ámbito jurídico-privado	184
2.1. El principio del Estado miembro de origen en el Derecho primario	184
2.2. El principio del Estado miembro de origen en el Derecho derivado	186
2.2.1. Introducción	186
2.2.2. El principio del Estado miembro de origen como norma de conflicto implícita	188
2.2.3. La excepción de reconocimiento mutuo	190
3. Directiva de Folletos y responsabilidad civil: el papel del principio del Estado miembro de origen	192
3.1. Sobre la existencia de una norma de conflicto implícita.	192
3.1.1. Ámbito de aplicación del principio del Estado miembro de origen	192
3.1.2. Extensión de las conclusiones de la STJUE <i>eDate Advertising</i>	193
3.1.3. La reivindicación de la conexión accesoria	194
3.2. La excepción de reconocimiento mutuo: las normas de Derecho privado como obstáculo a las libertades	196
3.3. Recapitulación preliminar	199
4. Oportunidad de ir hacia un modelo de conexión accesoria en la UE	200
4.1. Introducción	200
4.2. Problemas de ajuste material.	201
4.3. Responsabilidad y <i>enforcement</i> de la normativa regulatoria	201
4.4. Fragmentación de la ley aplicable	203
4.5. Competencia regulatoria	204
IV. RECAPITULACIÓN	206

CAPÍTULO QUINTO

LA DETERMINACIÓN DEL TEXTO APLICABLE: PROBLEMAS DE INTERPRETACIÓN Y CALIFICACIÓN

I. INTRODUCCIÓN	209
II. LA INTERPRETACIÓN DE LOS CONCEPTOS CONTENIDOS EN LOS REGLAMENTOS	211
1. Consideraciones generales	211

1.1. Interpretación autónoma	211
1.2. Principio de continuidad de los conceptos	215
2. “Materia contractual” vs “materia delictual o cuasidelictual” en la jurisprudencia del TJUE	217
2.1. Definición de “materia contractual” y orientaciones doctrinales	217
2.2. La jurisprudencia del TJUE a la luz de las orientaciones anteriores	219
2.3. Conclusión y problemas pendientes de solución	224
2.4. Materia delictual o cuasidelictual	227
3. Traslación de las conclusiones anteriores a los Reglamentos Roma I y Roma II.	229
III. CALIFICACIÓN DE LAS NORMAS DE RESPONSABILIDAD CIVIL DERIVADA DEL FOLLETO	232
1. Consideraciones generales	232
2. Sobre su calificación contractual	235
3. Sobre su calificación extracontractual y un posible encuadre como <i>culpa in contrahendo</i>	239
IV. RECAPITULACIÓN	243

CAPÍTULO SEXTO

MODELO DE CONEXIÓN AUTÓNOMA: *LEX LOCI DAMNI* Y MERCADO AFECTADO

I. ÁMBITO DE APLICACIÓN MATERIAL: EXCLUSIONES	245
1. Introducción.	245
2. Instrumentos negociables	246
3. Derecho de sociedades.	248
3.1. Introducción	248
3.2. Emisor.	249
3.3. Administradores	251
3.4. Auditores	252
4. Consideraciones adicionales.	252
II. REGLAMENTO ROMA II: LA LEY APLICABLE.	254
1. <i>Lex loci damni</i>	254
1.1. <i>Lex loci damni</i> como regla general	254
1.2. Daño.	255
1.2.1. Planteamiento	255
1.2.2. Precio y daño	255
1.2.3. Responsabilidad derivada del folleto como ilícito a distancia	257
1.2.4. Daños directos vs daños indirectos	263
1.2.5. ¿Daño institucional o daño puramente financiero?	264
1.3. Lugar de producción del daño.	270
1.3.1. Introducción	270
1.3.2. El lugar de producción del daño puramente financiero.	271
a) Centro del patrimonio de la víctima	271
(i) Introducción	271
(ii) STJUE en el asunto <i>Kronhofer</i>	271

(iii) Conclusiones de <i>Kronhofer</i> a efectos de Roma II	274
b) Cuenta donde se tienen los valores	276
(i) Planteamiento	276
(ii) Valoración	280
c) Recepción de información + adquisición	283
(i) ¿Cuándo se produce el daño?	284
(ii) ¿Dónde se produce el daño?	288
1.3.3. El lugar de producción del daño institucional: el mercado afectado.	290
a) Definición del <i>target market</i>	290
b) Ofertas multinacionales.	294
c) Valoración	297
1.3.4. Recapitulación preliminar.	298
1.3.5. Daños plurilocalizados	301
2. Supuestos en que la <i>lex loci damni</i> se ve desplazada	304
2.1. Introducción	304
2.2. Residencia habitual común	304
2.3. Cláusula de escape	306
2.4. La autonomía de la voluntad	308
3. Modelo de conexión autónoma y normas de seguridad y conducta	310
4. Sobre la responsabilidad derivada del folleto como ley de policía	315
III. RECAPITULACIÓN	318

CAPÍTULO SÉPTIMO

CONSIDERACIONES *DE LEGE FERENDA*

I. PLANTEAMIENTO	321
II. UNA NORMA DE CONFLICTO PARA LA RESPONSABILIDAD DERIVADA DEL FOLLETO: <i>LOCUS DAMNI</i> COMO MERCADO AFECTADO.	323
III. PROPUESTA DEL <i>DEUTSCHEN RAT FÜR IPR</i>	328

CONCLUSIONES	333
CONCLUSIONS	337

ANEXO	341
BIBLIOGRAFÍA.	349

ABREVIATURAS

AEDIPr: Anuario Español de Derecho internacional privado
AEVM: Autoridad Europea de Valores y Mercado
AG: Die AktienGesellschaft
BME: Bolsas y Mercados Españoles
BörsG: Börsengesetz
CC: Código civil
CCom: Código de Comercio
CESR: Committee of Securities Regulators
CMVM: Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
CNMV: Comisión Nacional del Mercado de Valores
CP: Código Penal
DIPr: Derecho internacional privado
DR: Depositary Receipt
EEE: Espacio Económico Europeo
EEUU: Estados Unidos
EGBGB: Einführungsgesetz zum Bürgerlichen Gesetzbuche
FSMA: Financial Securities and Markets Act
IPRax: Praxis des Internationalen Privat-und Verfahrensrecht
IPRG: Internationales Privatrecht Gesetz
LAC: Ley de Auditoría de Cuentas
LGCG: Ley sobre Condiciones Generales de la Contratación
LGDCU: Ley General de Defensa de Consumidores y Usuarios
LMV: Ley del Mercado de valores
LSC: Ley de Sociedades de Capital
MJDS: Multijurisdictional disclosure system
N.C.J. Int'l & Com. Reg: North Carolina Journal of International Law & Commercial Regulation
OPA: Oferta pública de adquisición
OPV: Oferta pública de venta
OTC: Over the Counter
PASF: Plan de Acción para los Servicios Financieros
Rev crit DIP: Revue critique de droit international privé
RD: Real Decreto
RDIPP: Rivista di Diritto Internazionale Privato e Processuale
RDBB: Revista de Derecho Bancario y Bursátil

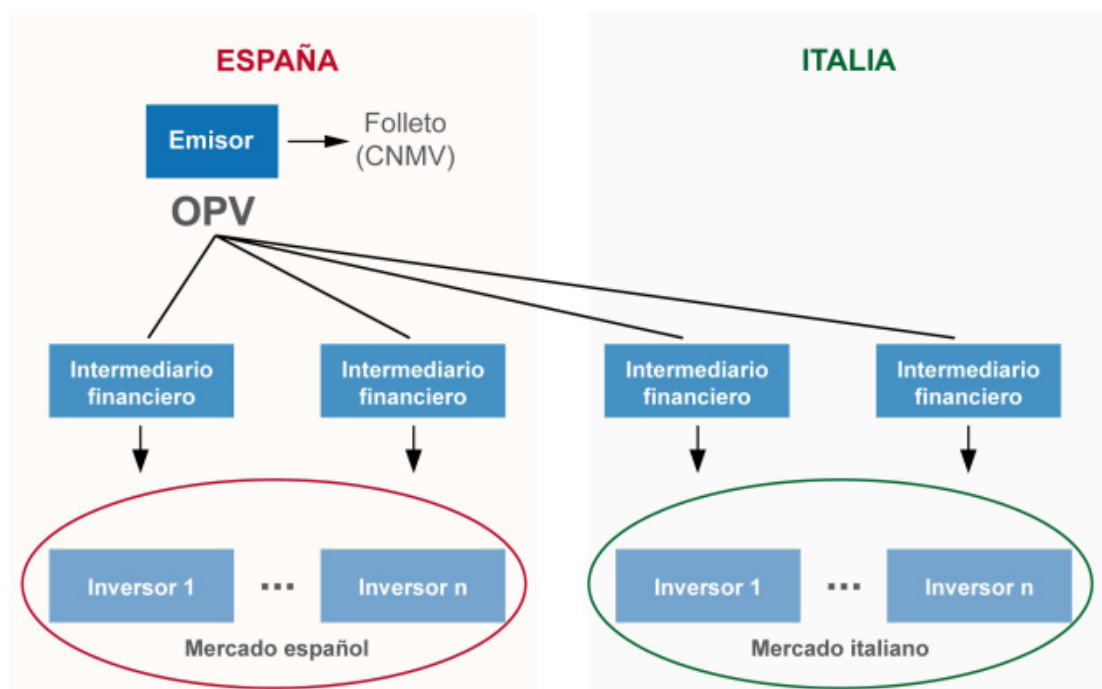
RDMV: Revista de Derecho del Mercado de Valores
RDS: Revista de Derecho de sociedades
Riv Dir Int: Rivista di Diritto Internazionale
RIW: Recht der internationalen Wirtschaft
SA: Securities Act
SEA: Securities Exchange Act
SEC: Securities Exchange Commission
SIBE: Sistema de Interconexión Bursátil Español
STJUE: Sentencia del Tribunal de Justicia de la UE
TJUE: Tribunal de Justicia de la UE
UE: Unión Europea
WM: Wertpapier-Mitteilungen
ZEuP: Zeitschrift für Europäisches Privatrecht
ZfRV: Zentrum für Rechts- und Verwaltungswissenschaften

INTRODUCCIÓN

I. OBJETO DEL TRABAJO DE INVESTIGACIÓN

1. El presente trabajo tiene por objeto el estudio de la ley aplicable a la responsabilidad civil derivada del folleto en ofertas públicas de venta de valores negociables (OPVs). Para enmarcar el ámbito en que se desarrolla la investigación, expondré, en primer lugar, un ejemplo que permite ilustrar el supuesto tipo en que surge la responsabilidad y se plantea el problema de la ley aplicable a esta:

Una sociedad española, que tiene dificultades económicas, decide lanzar una OPV para obtener financiación. Imaginemos que la sociedad tiene sus valores admitidos a negociación no solo en los mercados españoles sino también en los mercados italianos, y que quiere lanzar la oferta en ambos países. Para ello, la sociedad contacta con una serie de entidades para que colaboren con ella en la distribución de los valores y en el riesgo de la operación. Además, elabora el preceptivo folleto informativo de forma previa al lanzamiento de la oferta, lo somete a aprobación por la CNMV y lo publica, como exige la normativa del Derecho del mercado de valores. El folleto recoge información para que los inversores valoren si les conviene la inversión; en particular, información sobre la situación económica y financiera del emisor. La sociedad emisora, consciente de las dificultades que tendrá para captar ahorro de saberse las dificultades que atraviesa, falsea en el folleto la imagen sobre su situación financiera. Se lanza la oferta en ambos países e inversores tanto españoles como italianos como de terceros países adquieren los valores sobre la base de ese folleto engañoso. Pasado un tiempo, se sabe de la verdadera situación de la sociedad emisora y la cotización de los valores se hunde. Como consecuencia de ello, los inversores padecen un daño patrimonial. Estos solicitan la indemnización de los daños sufridos frente al emisor y a los otros sujetos que participan en la operación.



2. En este contexto se plantea cuál de las diferentes leyes conectadas con la cuestión es aplicable a la responsabilidad civil ¿La ley española, la italiana o una tercera? Esta cuestión no es, naturalmente, la única que surge en relación con la internacionalidad del supuesto. Por ejemplo, de forma previa los inversores necesitarán saber ante qué tribunales pueden solicitar la compensación. No nos vamos a ocupar ni de esta cuestión ni de las demás que puedan surgir posteriormente. Vamos a partir de que los tribunales españoles o de cualquier otro Estado miembro –en tanto que la normativa a la que nos vamos a referir no es nacional sino de la UE– son competentes. Así pues, este trabajo se circunscribe a la determinación de la ley aplicable a la responsabilidad derivada del folleto.

3. El interés de este trabajo de investigación se justifica por los importantes cambios que se han producido en relación con nuestro objeto de estudio en diversos órdenes a lo largo de la última década.

Por una parte, se han introducido modificaciones legislativas de envergadura tanto en el nivel sustantivo como en el nivel conflictual. Desde el punto de vista regulatorio, se ha realizado una armonización –que raya en la uniformización– del régimen del folleto en la UE y se ha introducido en España un régimen de responsabilidad civil *ad hoc* ante su incumplimiento. Desde el punto de vista del DIPr, se ha establecido, de un lado, un sistema muy depurado de reconocimiento mutuo de autorizaciones para el lanzamiento de la oferta; de otro lado, se han elaborado normas de conflicto uniformes sin que se haya incluido, sin

embargo, una norma de conflicto específica para los supuestos que estudiamos. La doctrina se ha mostrado unánime al señalar que el resultado final es francamente inadecuado. Es prueba de ello que recientemente la Subcomisión de Derecho del Mercado de Valores del *Deutschen Rat für Internationale Privatrecht* haya propuesto una norma de conflicto para ilícitos del mercado de valores que abarca la responsabilidad derivada del folleto.

Por otra parte, el contexto de crisis económica ha generado un incremento del número de sociedades que se han enfrentado a dificultades económicas tras haberse dirigido a los mercados en busca de financiación a través de OPVs. En algunos casos falseando los datos sobre su situación con el fin de poder captar ahorro o hacerlo a un coste menor. Esta nueva circunstancia está contribuyendo a incrementar el número –y la importancia– de los supuestos que terminan ante los tribunales. Los tribunales españoles, hasta ahora ajenos a estos casos, se enfrentan a los primeros de ellos, si bien no son supuestos que presenten un elemento de internacionalidad. Por su parte, el Tribunal de Justicia de la UE también tiene pendiente una cuestión prejudicial de interpretación en un caso de responsabilidad derivada del folleto, esta vez sí en un supuesto internacional, aunque no en relación con la ley aplicable.

4. A pesar de los importantes cambios legislativos y de la nueva situación de los mercados, la doctrina internacional privatista española prácticamente no se ha ocupado de la cuestión de la responsabilidad civil en los mercados de valores y, en consecuencia, tampoco de la responsabilidad derivada del folleto. Ante esta nueva situación, resulta especialmente oportuno un trabajo dedicado al estudio de la ley aplicable a esta. Con él se pretende contribuir al debate que está abierto en Europa y que quiere dar respuesta a los problemas surgidos en el nuevo contexto.

II. OBJETIVOS Y SISTEMÁTICA

5. La investigación se divide en dos partes: la primera de ellas parte de la operativa de las OPVs y se refiere a su régimen jurídico material. En la segunda se analizan los problemas de ley aplicable que suscitan estas en supuestos transfronterizos.

6. En la Primera Parte se analiza el régimen sustantivo de las OPVs desde la perspectiva contractual y del Derecho del mercado de valores. Desde el prisma del Derecho español, pero con las menciones puntuales que se han considerado pertinentes a otros ordenamientos de nuestro entorno.

Esta parte del trabajo, vaya por delante, es fundamentalmente descriptiva. Su función es proporcionar al lector, previsiblemente internacional privatista y no necesariamente familiarizado con estas cuestiones, las herramientas necesarias para abordar el análisis que se realiza en la Segunda Parte del trabajo y que conforma el núcleo de esta tesis doctoral.

En el Capítulo Primero se descomponen las OPVs: se presenta una “radiografía” de la operativa de estas en los mercados de valores. Se parte de los sujetos intervinientes y se individualizan las relaciones entre cada uno de ellos, sin perder de vista que se trata de una operación única.

El Capítulo Segundo se refiere a las OPVs desde el punto de vista de la disciplina del mercado de valores, tanto de conformidad con sus normas regulatorias como de conformidad con sus normas jurídico-privadas. En primer lugar, se analiza el régimen jurídico regulatorio de las ofertas públicas. Estas presentan una gran importancia para el funcionamiento de los mercados de valores y, por tanto, para la economía en su conjunto. Porque existen fuertes intereses públicos en juego, los Estados han establecido un régimen jurídico-público que pivota sobre la obligación de proporcionar información con carácter obligatorio: el denominado régimen del folleto. A su incumplimiento se asocian consecuencias jurídico-privadas: la responsabilidad civil derivada del folleto, *i.e.* la acción específica en manos de los inversores para supuestos en los que a resultas de la violación del régimen regulatorio padezcan un daño. Al análisis de este instituto, que constituye el objeto de estudio del trabajo, se procede en segundo lugar.

7. Una vez concluido el estudio de la operativa de las ofertas públicas y el análisis de su régimen sustantivo, se ha entrado a analizar los problemas de ley aplicable que presentan las OPVs transfronterizas, pues solo sobre la base de las conclusiones alcanzadas previamente se puede realizar este estudio. A ello se dedica la Segunda Parte del trabajo. En este análisis se ha tenido particularmente en cuenta la función que desempeña la responsabilidad civil en el régimen sustantivo para realizar el tratamiento conflictual más respetuoso con los intereses en juego, sin perder de vista las necesidades y objetivos propios que presenta la cuestión por el hecho de tratarse de un supuesto internacional. El estudio se ha realizado desde la perspectiva de la normativa española, de origen europeo. No obstante, el método comparado se ha proyectado también sobre el análisis conflictual para testar las interpretaciones realizadas y las soluciones sugeridas.

El punto de partida es la determinación del régimen regulatorio aplicable, al que se dedica el Capítulo Tercero. Se examina el giro en la técnica de reglamentación hacia el sistema de reconocimiento mutuo establecido en la actual normativa y la consiguiente desvinculación entre mercado afectado y régimen regulatorio aplicable.

En el Capítulo Cuarto se analizan los modelos normativos para la determinación de la ley aplicable en atención a su vinculación con las normas regulatorias aplicadas: un modelo de conexión accesoria en que la ley aplicable a la responsabilidad civil queda “anudada” a las normas regulatorias incumplidas y un modelo de conexión autónoma en el que la ley aplicable se identifica de forma independiente. Se estudia cuál ha sido el modelo por el que se ha optado en la UE.

El Capítulo Quinto se refiere a la determinación del texto que es de aplicación para la determinación de la ley aplicable. Para ello, se analizan, de un lado, los problemas de interpretación de las expresiones materia contractual y extracontractual, que delimitan los ámbitos de los textos potencialmente aplicables. De otro lado, los problemas de calificación de la responsabilidad derivada del folleto.

Concluida la calificación extracontractual, en el Capítulo Sexto se examina cuál es la norma de conflicto aplicable y a qué resultado lleva. Dos son los puntos clave para ello. En primer lugar, la determinación del daño relevante, institucional o puramente financiero. En segundo lugar, la localización de este.

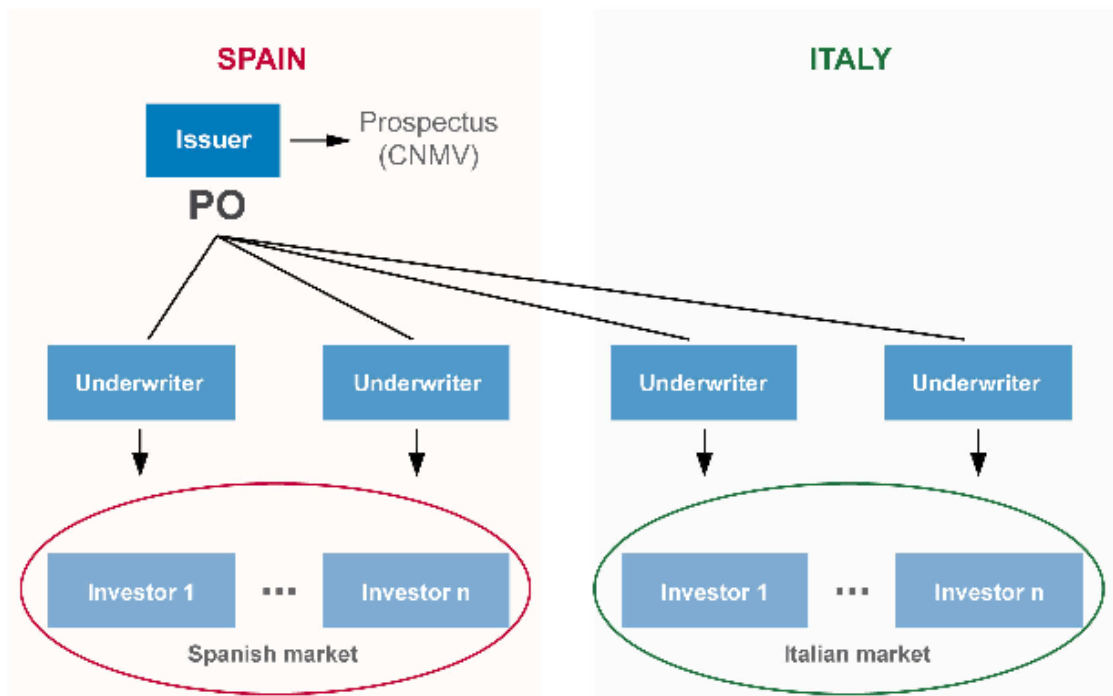
Por último, en el Capítulo Séptimo, sobre la base del análisis hecho en los capítulos precedentes, se propone una norma de conflicto *ad hoc*. Se considera, asimismo, en qué medida es satisfactoria para los supuestos de responsabilidad derivada del folleto la Propuesta de norma de conflicto del *Deutschen Rat für Internationales Privatrecht* en materia de ilícitos del mercado de valores.

INTRODUCTION

I. OBJECT OF THE THESIS

1. The object of this thesis is the study of the law applicable to prospectus liability in public offerings of negotiable securities. In order to frame the field in which we develop our research I will firstly present and example that illustrates what is the archetypical case where liability and the problem of the law applicable to that liability arise:

A Spanish company in financial distress decides to launch a public offering in order to raise finance. The company has its securities listed for trading not only in the Spanish market but also in the Italian market, and it intends to launch its offering in both countries. In order to do so, the company contacts several entities to collaborate distributing securities and taking the risk of the public offering. Prior to launching the offering, the company prepares the corresponding informative prospectus, submits it for approval to the CNMV (the Spanish securities market regulator) and publishes it, as required by securities market regulation. The prospectus contains information in order for investors to evaluate whether or not the investment suits them. In particular, information about the issuer's economic and financial situation. The issuer, being conscious of the fact that it will be difficult to raise finance if its difficulties were known, provides a false picture of its financial situation in the prospectus. The offering is launched in Spain and Italy and investors from those and other countries acquire securities on the basis of the misleading prospectus. After some time the true situation of the issuer becomes public and the price of the securities plummets. As a consequence, the investors suffer a patrimonial loss and claim damages from the issuer and the other persons involved in the public offering.



2. In this setting, which among the different laws connected with the case (the Spanish, the Italian or some other law) is the law applicable to civil liability? Needless to say, the question of the applicable law is not the only one raised by the international element of a case like this one. For example, investors need to know which courts they will request compensation from. However, we do not deal with that issue in this thesis and neither do we deal with other issues that may be raised subsequently. Our starting point is that the Spanish courts –or indeed any other Member State’s courts, since regulation in this area is EU and not national regulation– are competent. This thesis is limited to the determination of the law applicable to prospectus liability.

3. The interest of this thesis is justified by the important changes that have taken place in the matter at different levels over the last decade.

On the one hand, important legislative changes have been introduced, both at substantive and conflict of laws level. In substantive terms, prospectus regulation has been harmonised (or better to say, practically uniformed) in the EU and Spain has put in place an *ad hoc* civil liability regime for breach of prospectus regulation. From a private international law perspective, a very fine-tuned system of mutual recognition of authorisations to launch a public offering has been established. Together with this, several uniform conflict rules have been elaborated, although this catalogue does not include a specific conflict rule for the cases we

study. Scholars have unanimously described this outcome as inadequate. This feeling is illustrated by the fact that the Subcommittee of Securities Regulation of the *Deutschen Rat für Internationales Privatrecht* has proposed a conflict rule for illicit acts in the securities market that encompasses prospectus liability.

On the other hand, the financial crisis has increased the number of companies facing economic difficulties after having turned to the markets for finance through public offerings. In some cases these companies have provided false data about their situation, with a view to attract savings or to do so at a lower price. This new circumstance is contributing to increase the number –and relevance– of the cases eventually brought to court. Spanish courts, which used to be alien to these cases, are starting to face them, although the cases we know about do not have an international element. Also the European Court of Justice has yet to issue a preliminary ruling on interpretation in an international case of prospectus liability, although the question in that case is not related to the issue of applicable law.

4. In spite of the important legislative changes and the new market situation, Spanish private international law scholars have hardly paid attention to the topic of liability in the context of securities markets in general and to prospectus liability in particular. This being so, a thesis that studies the law applicable to the latter is particularly appropriate. The aim is to contribute to the debate that is taking place in Europe, which seeks to respond to the problems that have emerged in the new context.

II. OBJECTIVES AND STRUCTURE

5. The thesis is divided into two parts: the first one explains the mechanics of public offerings and their substantive regulation. The second one analyses the problems of applicable law that arise in cross-border public offerings.

6. In Part I we analyse the substantive regulation of public offerings, both from a contractual and a securities market regulation perspective. Although this analysis is presented with Spanish law lenses, occasional reference to other neighbouring systems of law is also made.

It is important to stress from the outset that this first part of the thesis is mainly descriptive. Its function is to provide readers –presumably private international law specialists, not necessarily acquainted with these issues– with the necessary toolkit to address the analysis presented in Part II, which forms the core element of the thesis.

Chapter One decomposes public offerings. We present a

“radiography” of their mechanics in securities markets: the different persons involved in a public offering and the individual relations created among them, although keeping in mind that a public offering is a single operation.

Chapter Two analyses public offerings from the point of view of securities market regulation, considering both the private and public law rules that form this discipline. Firstly, we analyse the public law regulation of public offerings. The latter are of great importance for the functioning of securities markets and, as a consequence, for the economy as a whole. Due to the fact that there are important public interests at stake, States have established a public law regime that pivots around the obligation to provide information on a mandatory basis: the so-called prospectus regime. A breach of this system triggers private law consequences: prospectus liability, *i.e.*, a specific action for investors who have suffered damages resulting from the violation of the public law regime. This action –the object studied in this thesis– is analysed in second place.

7. Building on the necessary foundations laid by our study of the mechanics of public offerings and their substantive regulation, we examine the problems of applicable law raised by cross-border public offerings. To this goal we devote Part II of the thesis. In this analysis we have particularly considered the role performed by civil liability in the substantive regime, the reason being that we wanted to approach the private international law issues respecting the different interests concerned. However, our analysis develops without losing track of the specific needs and goals associated to the fact that we are dealing with cases with an international element. Our study is conducted from a Spanish law perspective, which has an European origin. However, we also use the comparative method to analyse conflict rules, in order to test the interpretations at hand and the proposed solutions.

The starting point is the determination of the applicable public law regime. This task is undertaken in Chapter Three. We examine the turn in regulatory technique towards the system of mutual recognition we find in the current regulation and the separation between affected market and applicable regulatory regime.

In Chapter Four we analyse the different normative models available to determine the applicable law, depending on their link with the relevant public law rules: a model of accessory connection, in which the law applicable to civil liability is “tied” to the breached public law rules, and a model of autonomous connection, in which the law applicable is identified independently. We also study which of these models has been chosen by the EU.

Chapter Five is concerned with the following question: which is the

applicable text to determine the applicable law. In order to do so, we analyse, on the one hand, the problems of construction associated to the concepts of “contractual” and “non-contractual” obligation, which demarcate the scope of the two potentially applicable texts. Secondly, we deal with the problems of characterisation of prospectus liability.

Having characterised prospectus liability as non-contractual liability, Chapter Six examines which is the applicable conflict rule and what result it produces. In doing so, we focus on two key issues: firstly, the determination of what are the relevant damages, institutional or financial, and secondly, where are such damages located.

Lastly, in Chapter Seven, based on the analysis presented in the previous chapters, we propose an *ad hoc* conflict rule. We also consider to what extent the conflict rule proposed by the *Deutschen Rat für Internationales Privatrecht* for for illicit acts in the securities market provides a satisfactory solution for cases of prospectus liability.

PRIMERA PARTE

EL RÉGIMEN JURÍDICO DE LAS OPVs

INTRODUCCIÓN

I. LAS OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA DE VALORES NEGOCIABLES

1. A través de la oferta pública de venta de valores negociables (OPV) un sujeto, que puede ser el emisor o un sujeto diferente, busca captar ahorro público ofreciendo la inversión en valores negociables. Estos valores negociables pueden ser bien de nueva emisión, en cuyo caso se trata de una operación de mercado primario –oferta pública de suscripción– en la que es el emisor quien se financia, bien valores ya en circulación, en que se trata de una operación del mercado secundario –oferta pública de venta en sentido estricto– en la que el sujeto que se financia será, en principio, un sujeto diferente del emisor.

2. La Directiva 2003/71/CE –en adelante Directiva de Folletos o Directiva– establece por primera vez una noción común de “oferta pública”¹. Esta se define como “una comunicación a personas de cualquier forma

1. Art. 2.1 d) de la Directiva 2003/71/CE del Parlamento europeo y del Consejo, 4 de noviembre de 2003 sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE, tras puesta al ordenamiento español en el art. 30 bis de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (LMV) y en el art. 38 del RD 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos. Llama la atención sobre esta novedad TAPIA SÁNCHEZ, R. M., “Folleto único europeo (directiva 2003/71/CE)”, en EMBID IRUJO, J. M./ROQUE VÍTOLO, D. (Dirs.), *El Derecho de Sociedades en un marco supranacional, Unión Europea y Mercosur*, 2007, pp. 531-551, p. 536; VALMAÑA OCHAITA, M., “Distintos aspectos del régimen sobre el folleto en supuestos de OPV o admisión a cotización (Directiva 2003/71/CE del Parlamento y del Consejo)”, *RDS*, núm. 23, 2004, pp. 81-107, pp. 89-93.

y por cualquier medio, que presente información suficiente sobre los términos de la oferta y de los valores que se ofertan de modo que permita a un inversor decidir la adquisición o suscripción de estos valores”. Una definición tan amplia como esta, en la que no resulta relevante el medio para realizar la oferta ni se hace más referencia al destinatario que la vaga alusión a “personas”, no aclara gran cosa. El único elemento que puede seguirse de la definición es que ha de tratarse de una comunicación que contenga información suficiente para que el inversor pueda tomar una decisión sobre la oferta².

Con el fin de completar el sentido de la definición, se hace necesario acudir a los supuestos de oferta que no tienen consideración de pública, *i.e.* los casos de colocaciones privadas³. Estas atienden al número de destinatarios –menos de 150 personas–, a la sofisticación de las personas a las que va dirigida la oferta, a la denominación por unidad de los valores ofrecidos –100.000 euros o más–, a la cantidad mínima que el inversor ha de desembolsar en la oferta –100.00 euros–, y a la entidad de la propia oferta. Así, son colocaciones privadas aquellas que están dirigidas: (i) bien a un número relativamente reducido de inversores, (ii) bien a inversores que se pueda entender que son inversores cualificados –ya sea por encontrarse dentro de la definición de inversor cualificado que la propia norma establece ya sea por desembolsar en la oferta cantidades no propias de un inversor no sofisticado–, o (iii) tengan un montante reducido –menos de 5 millones de euros en 12 meses–. Mediante una interpretación *a contrario* de las excepciones, podemos delimitar el concepto de oferta pública y concluir que será aquella oferta de una mínima entidad dirigida a un número mínimo de personas que no sean inversores cualificados.

2. Vid. PIETRANCOSTA, A., “The “Public Offering of Securities” Concept in the new Prospectus Directive”, en FERRARINI, G./WYMEERSCH, E., *Investor Protection in Europe: Regulatory Competition and Harmonization*, Oxford University Press, 2006, pp. 349-350. Como pone el autor de relieve, se sugirió durante el proceso de elaboración de la Directiva que solo se considerasen ofertas públicas aquellas comunicaciones que constituyesen una oferta en sentido jurídico, y no aquellas que fuesen una mera *invitatio ad offerendum*. Esto es, que solo se estuviese ante una oferta pública cuando al concurrir la aceptación del inversor se perfeccionase el contrato. Sin embargo, se acabó por abandonar esta opción y la única exigencia que se introdujo en la definición fue que la oferta contuviese una información mínima que permitiese al inversor formarse una opinión sobre la inversión. Vid. *infra* Capítulo Primero núm. 49 a 51 brevemente sobre la cuestión de la naturaleza jurídica de la oferta.

3. Estos supuestos se enumeran en el art. 3.2 de la Directiva como casos en que no existe la obligación de publicar un folleto informativo. La trasposición al ordenamiento español de la definición de oferta pública y de las excepciones a la obligación de publicar folleto se realiza en un mismo artículo, el art. 30 bis LMV, y se reitera en el art. 38 RD 1310/2005. De esta manera, la transposición española es mucho más clara al respecto que la Directiva, al establecer abiertamente que lo que la Directiva denomina excepciones a la obligación de publicar el folleto no son más que casos de colocaciones privada.

3. Cuando la oferta es pública, la normativa del mercado de valores exige que el oferente elabore, someta a aprobación por la autoridad competente y publique un folleto informativo. En este folleto se contendrá, de un lado, información sobre la propia oferta y sobre los valores que se ofertan y, de otro lado, información sobre la situación económica y financiera del emisor.

II. ESTRUCTURA DE LA PRIMERA PARTE DEL TRABAJO DE INVESTIGACIÓN

4. Las OPVs tienen una triple dimensión: societaria, contractual y del mercado de valores. Cada sector del ordenamiento que confluye en este campo tiene distinta finalidad y responde a la protección de intereses diferentes. En el análisis que sigue en los dos capítulos sucesivos, y que constituyen la Primera Parte del trabajo de investigación, nos vamos a ceñir a la dimensión contractual y del mercado de valores.

En el Primer Capítulo, nos referiremos a la pluralidad de sujetos que intervienen en las ofertas públicas. Determinar “quién es quién” va a facilitar el posterior análisis de las múltiples obligaciones que se originan entre tales sujetos y que conforman, finalmente, una única operación económica. Para ello se atenderá esencialmente a la práctica de los mercados españoles, si bien se harán menciones puntuales cuando resulte procedente a los mercados estadounidense, inglés, alemán, suizo e italiano.

En el Segundo Capítulo, analizaremos la cuestión desde la perspectiva de las normas de naturaleza jurídico-pública y jurídico-privada del mercado de valores que resultan de aplicación a la operación descrita en el capítulo anterior. En particular, nos referiremos a las cuestiones relativas a la obligación de elaboración de un folleto informativo, con información sobre el emisor y sobre la oferta que pretende lanzar, y a la responsabilidad de los sujetos participantes en la operación por el incumplimiento de las obligaciones relativas a este. De nuevo el análisis se realizará desde el punto de vista del ordenamiento español con referencias, cuando resulte oportuno, a los ordenamientos que hemos tomado como significativos en el panorama comparado: estadounidense, inglés, alemán, suizo e italiano.

5. La finalidad de esta primera parte del trabajo es proporcionar al lector no iniciado en las cuestiones básicas concernientes a las OPVs las herramientas necesarias para el análisis que se llevará a cabo en la Segunda Parte en relación con los aspectos internacionales de la responsabilidad civil derivada del folleto. En efecto, el análisis relativo a la de-

terminación de la ley aplicable a la responsabilidad derivada del folleto, objeto de esta tesis doctoral, requiere cierto conocimiento, en primer lugar, de la operativa de las OPVs y, en segundo lugar, de los caracteres básicos de la responsabilidad derivada del folleto en Derecho comparado, que por regla general el internacional privatista no poseerá. Por ello, nos permitimos sugerirle al lector que esté familiarizado con tales cuestiones que centre su atención en la Segunda Parte, que constituye el núcleo de este trabajo de investigación.

CAPÍTULO PRIMERO

OPVs, SUJETOS INTERVINIENTES Y RELACIONES JURÍDICAS ENTRE ELLOS

I. SUJETOS INTERVINIENTES EN UNA OPV

1. Introducción

1. Se pueden distinguir tres categorías de sujetos que participan en la oferta al público de valores negociables. En primer lugar interviene un oferente que, como veremos, puede ser o no el emisor de los valores, y que actuará, cuando la OPV tenga una mínima entidad, a través de uno o varios intermediarios financieros, que constituyen la segunda categoría de sujetos y cuya labor fundamental será la de colocar los valores entre la última categoría de sujetos que son los inversores.

2. El oferente

2. Como avanzábamos en la introducción, cuando se habla de OPVs en sentido amplio estas engloban tanto las ofertas públicas de suscripción (OPSs) como las ofertas públicas de venta, en sentido estricto, de valores ya emitidos y suscritos. Esta aclaración es relevante en la medida en que en las OPSs el oferente va a ser siempre el emisor de los valores mientras que, cuando se trata de una OPV como operación del mercado secundario, el oferente como regla general será una persona diferente y el régimen jurídico aplicable en uno y otro caso es distinto.

3. Las personas jurídico-públicas pueden emitir deuda en los términos en que establezca la legislación⁴. En cuanto a las personas jurídico-privadas, la emisión de valores queda reservada a determinados sujetos. En concreto, se prevé que las sociedades anónimas, las cajas de ahorro y las sociedades comanditarias por acciones puedan emitir valores negociables⁵. Las sociedades de garantía recíproca, las cooperativas y las asociaciones y fundaciones pueden emitir deuda pero no valores participativos⁶. La Ley de Sociedades de Capital (LSC) prohíbe a las sociedades de responsabilidad limitada la emisión de valores⁷, prohibición que la Disposición Adicional Primera extiende a las personas físicas, a las sociedades civiles, a las sociedades colectivas y a las comanditarias simples⁸.

4. Habrá de atenderse a la legislación pertinente en función de quién sea el emisor –Estado, Comunidades Autónomas, Entidades Públicas que no revistan forma de sociedades mercantiles, etc.–. Esta establecerá si es posible la emisión y, en su caso, con qué limitaciones. *Vid.* DE CARLOS BERTRÁN, L., *Régimen jurídico de las ofertas públicas de suscripción y venta de valores negociables*, Civitas, 1998, pp. 109 y ss.

5. De acuerdo con el art. 2.1 LMV, tienen la consideración de valores negociables, por lo que ahora nos interesa, las acciones, los valores negociables equivalentes a acciones, las cuotas participativas de las cajas de ahorro, los bonos y las obligaciones. Los arts. 1.3 y 1.4 del RD Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (LSC) establece que el capital social de la sociedad anónima y de la sociedad comanditaria por acciones, respectivamente, queda dividido en acciones. Estas entidades pueden también emitir deuda, como expresamente establece el actual art. 401.1 de la LSC. *Vid.* DE CARLOS BERTRÁN, L., *Régimen jurídico...*, *cit.*, pp. 101-102.

6. Art. 3 de la Ley 1/1994, de 11 de marzo, sobre el Régimen Jurídico de las Sociedades de Garantía Recíproca. Art. 54.1 de la Ley 27/1999, de 16 de julio, de cooperativas en relación con la emisión de obligaciones y art. 3.3 c) del RD 1310/2005 en cuanto a la exclusión de su carácter de valor negociable salvo las que por su régimen jurídico específico tengan la consideración de valores negociables. La Ley 211/1964, 1964, de 24 de diciembre, reguladora de la emisión de obligaciones por sociedades que no hayan adoptado la forma de anónima y por asociaciones u otras personas jurídicas, y la constitución del sindicato de obligacionistas, por su parte, establece que las asociaciones y otras personas jurídicas que no tengan la condición de sociedades mercantiles podrán emitir obligaciones *Vid.* DE CARLOS BERTRÁN, L., *Régimen jurídico...*, *cit.*, pp. 106-107.

7. El art. 1.2 de la LSC establece que el capital social de las sociedades de responsabilidad limitada estará dividido en participaciones sociales que, según el art. 92.2, no tienen la consideración de valores, idea que reitera el art. 3.3 a) del RD 1310/2005. El art. 402 de la LSC prohíbe que estas sociedades emitan o garanticen emisiones de obligaciones o de otros valores negociables agrupados en emisiones.

8. *Vid.* DA 1ª de la LSC. Esta solución, que reproduce la contenida en la ya derogada Ley 2/1995, de 23 de marzo, de Sociedades de Responsabilidad Limitada, ha sido criticada por parte de la doctrina, que entiende que, si bien parece lógico que las sociedades de responsabilidad limitada tengan prohibida la emisión de recursos propios dado su carácter de sociedades cerradas –como señalaba la propia Exposición de Motivos de la LSRL–, no lo es tanto que no puedan emitir deuda, en la medida en que supone una restricción injustificada del acceso al crédito para las pequeñas y medianas empresas. Como señala DE CARLOS BERTRÁN, L., *Régimen jurídico...*, *cit.*, pp. 102-109, su carácter de sociedad cerrada no exigía esta limitación; es más, el legislador, al no establecer un límite máximo de capital social, ha permitido que adopten esta forma social empresas

4. Cosa distinta ocurre cuando estamos ante una OPV como negocio jurídico del mercado secundario, en que el oferente puede ser tanto una persona física como una persona jurídica de cualquier clase, basta con que posea los valores que va a ofrecer al público⁹. Tiene sentido que nos detengamos en esta cuestión porque es el oferente, y no el emisor, quien, en principio, soporta la obligación de presentar el folleto para su aprobación. Desempeña, pues, un papel fundamental en todo el juego de relaciones que estamos dibujando y, por tanto, conviene analizarlo brevemente.

5. Si tratamos de sistematizar la cuestión, podemos distinguir los siguientes casos:

(i) La figura del emisor y del oferente coinciden: el emisor actúa por cuenta propia y en nombre propio ofreciendo los valores al público. Serán estos casos, más bien excepcionales, de enajenación de valores que la sociedad tuviera en autocartera¹⁰. También podemos considerar

de tamaño incluso superior al de una anónima, de manera que resulta difícilmente justificable prohibir que apelen al ahorro público para financiarse. Si se trataba únicamente de un problema de protección de terceros bastaba con establecer un límite en el endeudamiento, siendo así innecesaria la prohibición.

9. Como señala PALÁ LAGUNA, R., *Las ofertas públicas de venta (OPVs) de acciones*, McGraw Hill, 1997, p. 126, para asumir la posición de oferente no es necesario ser el titular de los valores, cabe que quien asuma esa posición actúe por cuenta ajena. Basta con que se responsabilice de la apelación al ahorro público. Por lo que hace a las OPVs lanzadas por personas físicas, según pone de relieve PALÁ LAGUNA, R., *Las ofertas públicas...*, cit., pp.126- 128, están llamadas a tener una importancia menor por tres motivos fundamentales. En primer lugar, existen pocas personas físicas con paquetes de suficiente envergadura. En segundo lugar, el lanzamiento de una OPV supone un coste lo suficientemente elevado como para disuadir de tal idea al emisor y, por último, el precio de los valores en la oferta será necesariamente inferior al de su cotización, de manera que resulta difícil pensar en qué casos el inversor desearía optar por esta modalidad de venta. En cuanto a la capacidad que les es exigible a las personas físicas, se aplican las reglas generales de capacidad. Vid. CACHÓN BLANCO, E., *Las ofertas públicas de venta de valores negociables*, Dykinson, 1997, p.164.

10. Decimos que se trata de casos excepcionales porque, como ha señalado la doctrina, si las operaciones de compra de los valores propios, ya de por sí sujetas a limitaciones legales, tienen como finalidad mantener la cotización de los valores, no parece coherente que una sociedad oferte después al público un paquete de sus propias acciones a un precio prefijado y que, al estar al margen de los mecanismos de contratación del mercado, supondrá una devaluación de los valores. En principio, el recurso al lanzamiento de una OPV sobre acciones que se tengan en autocartera solo se explica si la sociedad tiene gran necesidad de liquidez o si existe la obligación de enajenar de acuerdo con lo dispuesto en la LSC. Profundizando en la cuestión vid. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., "Las ofertas públicas de venta (OPVs) de acciones", en AAVV, *Derecho de Sociedades Anónimas*, Civitas, 1994, pp. 1255-1327, pp. 1296-1299; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., "Artículo 29. Requisitos exigibles" en SÁNCHEZ CALERO, F. (Dir.), *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores. Comentario sistemático del RD 291/1992*, Editoriales de Derecho Reunidas SA, 1995, pp. 803-831, pp. 812-815; VALMAÑA OCHAÍTA, M., *La responsabilidad civil derivada del folleto informativo en las ofertas públicas de venta y suscripción de acciones*, Wolters Kluwers, 2006, p. 211.

dentro de esta categoría las enajenaciones llevadas a cabo por personas jurídico-públicas de participaciones públicas; esto es, las OPVs que se utilicen como técnica de privatización¹¹.

(ii) La figura del emisor y del oferente no coinciden. Esta situación, que es la que habitualmente se presenta en la práctica, tiene especial interés en dos casos.

En primer lugar, cuando el emisor, sin ser el propietario de los valores, los ofrece por cuenta y en nombre de terceros. Estos terceros son los que asumen la posición de oferentes y quedan posteriormente obligados frente a los inversores¹². En general, es el emisor quien elabora el folleto, de manera que es él quien responde de la exactitud este¹³. El supuesto típico es el ofrecimiento al público por la sociedad emisora de acciones de sus accionistas.

En segundo lugar, tiene particular interés el ofrecimiento al público de valores por parte de un intermediario financiero que haya asumido previamente en firme los valores del emisor. Esto es, una sociedad puede optar, a la hora de colocar y asegurar una emisión, por transmitir los valores objeto de la oferta a unos intermediarios financieros que, a su vez, revenderán los valores al público cobrándose un sobreprecio respecto del pagado al emisor¹⁴. En el momento en el que los intermediarios ofrecen al público esos valores, adquieren la posición de oferentes y son ellos, por tanto, quienes han de cumplir las obligaciones de información recogidas en el régimen del folleto. No obstante, es también habitual en estos casos que sea el emisor quien elabore el folleto y sea, así, quien responda de su contenido.

11. Vid. PALÁ LAGUNA, R. *Las ofertas públicas...*, cit., pp. 5-30, sobre la oferta pública de venta como técnica de privatización. Vid. asimismo sobre el régimen aplicable a la enajenación de participaciones públicas CACHÓN BLANCO, E., *Las ofertas...*, cit., pp. 164-173.

12. En la práctica, los emisores actúan por cuenta y en nombre ajeno, pero no se puede descartar la posibilidad de que actúen por cuenta ajena pero en nombre propio. En tal caso sería el emisor quien quedaría, en principio, obligado en la operación. Esto es, el emisor pasaría a ser también el oferente a efectos contractuales. Vid. de forma introductoria sobre la problemática de la representación, entre otros, DÍEZ PICAZO, L./ GULLÓN, A., *Instituciones de Derecho Civil*, Vol. I, Tecnos, 2012, pp. 474-500; BERCOVITZ RODRIGUEZ-CANO, R., *Manual de Derecho Civil*, Bercal, 2006, pp. 205-2010. Sobre la representación indirecta, puede encontrarse un minucioso estudio en FERNÁNDEZ GREGORACI, B., *La representación indirecta*, Civitas, 2006.

13. Según el art. 33.2 del RD 1310/2005, cuando el emisor y el oferente sean personas distintas el responsable del folleto es el oferente. No obstante, la norma permite que sea el emisor quien asuma la responsabilidad del folleto cuando lo haya elaborado él, situación que es la habitual en la práctica. Vid. *infra* Capítulo Segundo, núm. 67-68 en detalle. Vid. en la doctrina sobre la cuestión SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., "Las ofertas...", cit., p. 1294; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., "Artículo 29...", cit., pp. 810-811; VALMAÑA OCHAÍTA, M., *La responsabilidad...*, cit., p. 210.

14. Esta modalidad de distribución de valores negociables recibe el nombre de asunción en firme. Vid. *infra* núm. 26 a 38 en detalle sobre las diferentes modalidades.

6. Tanto en los casos en que la figura del emisor y del oferente coincida como cuando no sea así, cabe que exista una pluralidad de oferentes. Se suele mencionar como ejemplo al grupo de sociedades que lanza conjuntamente una OPV y al grupo de accionistas de una sociedad que ofrece sus valores al público¹⁵.

3. Los intermediarios

7. En las OPVs de una mínima entidad, el emisor utiliza para la distribución de los valores y para el aseguramiento de la emisión uno o, en la mayoría de los casos, una pluralidad de intermediarios financieros. Esta actividad de intermediación queda englobada en los llamados servicios de inversión y, como tales servicios de inversión, son una actividad reservada a las empresas de servicios de inversión (ESIs) y a las entidades de crédito¹⁶. Independientemente de que su labor sea de mera colocación o que además se ocupen del aseguramiento, nos vamos a referir a ellos genéricamente como colocadores.

8. Por lo general, el emisor se sirve adicionalmente de intermediarios financieros para desarrollar las siguientes funciones: (i) diseño de la operación y coordinación de las relaciones entre los sujetos intervinientes¹⁷; (ii) entrega de los valores a los inversores, entrega del precio al ofe-

15. Vid. DE CARLOS BERTRÁN, L., *Régimen jurídico...*, cit., pp. 120-121; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., "Las ofertas...", cit., pp. 1291-1292; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., "Artículo 29...", cit., pp. 808-809; VALMAÑA OCHAÍTA, M., *La responsabilidad...*, cit., pp. 213-214.

16. El Anexo 1 Sección A de la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004 relativa a los mercados de instrumentos financieros (MIFID), traspuesta al ordenamiento español en el art. 63. 1 de la LMV, establece que tanto la colocación como el aseguramiento tienen la consideración de servicios de inversión. La actividad de aseguramiento queda restringida a determinadas ESIs, las sociedades de valores, mientras que de la colocación se pueden ocupar tanto las sociedades de valores como las agencias de valores. Las entidades de crédito pueden llevar a cabo ambas actividades. El art. 65.1 de la LMV establece que las entidades de crédito podrán realizar habitualmente todos los servicios previstos en [su art. 63](#), entre los que se cuentan el de colocación y aseguramiento, siempre que su régimen jurídico, sus estatutos y su autorización específica les habiliten para ello.

17. Las actividades de diseño y de coordinación no tienen la consideración de servicios de inversión de acuerdo con la LMV, ni se recoge ningún tipo de limitación en cuanto a las personas que pueden desempeñar dicha actividad. Por tanto, la doctrina ha venido entendiendo que esta función puede ser realizada por cualquier tipo de entidad, aunque en la práctica la vayan a llevar a cabo intermediarios del mercado de valores por las necesidades de medios técnicos y humanos que su tarea plantea. Vid. en este sentido CACHÓN BLANCO, E., *Los contratos de dirección, colocación, aseguramiento y asesoramiento de emisiones y ofertas públicas de venta de valores*, Dykinson, 1996, pp. 29-31; DE CARLOS BERTRÁN, L., *Régimen jurídico...*, cit., pp. 141-142; FERNÁNDEZ DE ARAOZ, A., "Artículo 31. Deberes de la entidad directora", en SÁNCHEZ CALERO, F.

rente, pago de las comisiones a los demás intermediarios y, en su caso, solicitud de admisión a negociación de los valores. El intermediario que lleva a cabo la primera función recibe el nombre de entidad directora y el que realiza la segunda, entidad o banco agente.

9. Como decíamos, el emisor suele acudir a una pluralidad de intermediarios, que se agrupan en un sindicato de colocación. En torno a este surgen actividades adicionales que van a desempeñar los propios miembros del sindicato tales como la mediación para determinar qué entidades van a participar en este y para llevar a cabo las negociaciones pertinentes o la redistribución de la cuantía de los valores entre los distintos tramos en función de la demanda. La entidad que lleva a cabo la primera de las actividades recibe el nombre de jefe de fila y la que lleva a cabo la segunda recibe el nombre de coordinadora global.

10. Es habitual que una misma entidad asuma el desempeño de varias de las funciones que hemos mencionado. Por ejemplo, es muy frecuente que la entidad directora sea al mismo tiempo colocadora y jefe de fila y que el banco agente sea asimismo coordinador global¹⁸. Por ello, cuando describamos las relaciones entre los sujetos y a fin de simplificar el análisis, obviaremos la mención al jefe de fila y al coordinador global, pues entenderemos que sus funciones las desempeñan otros de los intermediarios financieros a los que nos refiramos.

11. Los inversores también actúan, en el marco del mercado de valores en general y en las OPVs en particular, a través de intermediarios financieros. De ellos reciben asesoramiento y a través de ellos canalizan sus órdenes de compra en estas operaciones. Estas actividades tienen la consideración de servicios de inversión¹⁹, de manera que también quedan reservadas a las entidades de crédito y a las sociedades y agencias de valores²⁰.

(Dir.), *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores. Comentario sistemático del RD 291/1992*, Editoriales de Derecho Reunidas SA, 1995, pp. 887-941, p. 894. En contra de esta opinión vid. VALMAÑA OCHAÍTA, M., *La responsabilidad...*, cit., p. 250, que entiende que puede defenderse la aplicación de los requisitos establecidos en el art. 63. 2 d) sobre servicios auxiliares como "servicios relacionados con las operaciones de aseguramiento de emisiones o de colocación de instrumentos financieros".

18. Vid. CACHÓN BLANCO, E., *Los contratos de dirección...*, cit., pp. 14-15.

19. Anexo 1 Sección A Directiva MIFID y art. 63. 1 LMV: "Se considerarán servicios de inversión....(a) la recepción y transmisión de órdenes de clientes en relación con uno o más instrumentos financieros...(b) La ejecución de dichas órdenes por cuenta de clientes...(g) El asesoramiento en materia de inversión...".

20. El asesoramiento también lo pueden prestar otras ESIs como son las sociedades gestoras de cartera y las empresas de asesoramiento financiero (arts. 64.4 y 64.5 LMV).

4. Los inversores

12. Los inversores son los destinatarios de la oferta. Según estos vayan formulando las aceptaciones, se irán perfeccionando tantos contratos de compraventa de valores negociables como inversores concurren a la oferta.

13. Qué tipo de inversor es al que se dirige la oferta es una cuestión que queda resuelta por la propia definición de oferta pública: el inversor minorista. Como decíamos en la introducción, cuando la oferta sea pública existe obligación de publicar un folleto. Una de las funciones que este desempeña es proteger al inversor minorista proporcionándole los elementos de juicio suficientes como para que tome una decisión de inversión informada.

14. Cabe preguntarse a continuación si el inversor-ahorrador o inversor minorista puede ser calificado de consumidor en sentido legal, *i.e.* de consumidor a efectos de la aplicación de la Ley General para la Defensa de Consumidores y Usuarios (LGDCU)²¹. Según la LGDCU son consumidores a efectos de su aplicación “las personas físicas o jurídicas que actúan en un ámbito ajeno a una actividad empresarial o profesional”. Esta definición podría, en principio, acomodar la categoría de inversor minorista por cuanto habitualmente se tratará de un inversor que actúa al margen de su actividad profesional²². No obstante, la categoría consu-

21. RD Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y otras leyes complementarias.

22. Tal acomodo resultaba mucho más complicado en el caso de la ya derogada LGDCU de 1984 en la que el consumidor se definía como “destinatario final” de los bienes que adquiriese –art. 1.2 de la Ley 26/1984, de 19 de julio, General para la Defensa de Consumidores y Usuarios–, noción que no parecía abarcar a los inversores puesto que la adquisición de valores se lleva a cabo con el fin de posteriormente desinvertir y así de reintroducir los valores en el mercado. De esta manera, el inversor no sería, por definición, un destinatario final de los valores. Aunque parte de la doctrina afirmó que los inversores no tenían, en consecuencia, la consideración de consumidores, *vid.* PALÁ LAGUNA, R., *Las ofertas públicas...*, *cit.*, p. 219, otro sector importante de esta mantuvo que tal interpretación implicaba que no se atendía a las especiales características del bien objeto de consumo –los valores– que por su propia naturaleza está destinado a ser reintroducido en el mercado *Vid. inter alia*, ALONSO UREBA, A., “Artículo 21. Edición, puesta a disposición, efectos y utilización del Folleto”, en SÁNCHEZ CALERO, F. (Dir.), *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores. Comentario sistemático del RD 291/1992*, Editoriales de Derecho Reunidas SA, 1995, pp. 276-281. A esta misma conclusión llega DE CARLOS BERTRÁN, L., *Régimen jurídico...*, *cit.*, pp. 132-134, que plantea que los usuarios de los servicios bancarios sí tienen la consideración de consumidores y, dado que no existen diferencias fundamentales entre materializar los ahorros en productos bancarios o en valores, no hay razón para no considerar también consumidores a los inversores y así proporcionarles una protección equivalente.

Por el contrario, la nueva definición sí permite acomodar al inversor minorista, *vid. inter alia* CÁMARA LAPUENTE, S., “El concepto legal de consumidor en el Derecho

midor a efectos de la LGDCU y la categoría de inversor minorista al que se dirige una OPV de acuerdo con la normativa del mercado de valores no son perfectamente coincidentes.

15. Como ya señalamos, las OPVs se dirigen a inversores que no sean inversores cualificados, bien por estar fuera del ámbito de la definición establecida por esta normativa, bien por adquirir valores en la oferta por debajo de determinado límite cuantitativo. De acuerdo con la definición establecida en el RD 1310/2005, además de las entidades que están autorizadas para operar en los mercados de valores, de los gobiernos y organismos internacionales y de las personas jurídicas que no sean PYMEs, pueden ser inversores cualificados determinadas personas físicas, a las que se les exige experiencia en los mercados de valores, y las PYMEs. Decimos que “pueden ser” porque la norma les permite solicitar que se les considere como tales. En ese caso se les incluirá en un registro llevado por las empresas que prestan servicios en el ámbito de los mercados de valores y del que pueden ser dados de baja en cualquier momento²³. De esto se deduce que es posible que las OPVs se dirijan, por ejemplo, a PYMEs que actúan en el marco de su actividad profesional y que hayan decidido no ser incluidas en el registro. En tal caso la categoría de inversor minorista no coincide con la de consumidor.

Sin embargo, cabe esperar que, en la práctica, el inversor que concurra a la oferta pública lo haga al margen de su actividad profesional. Esta afirmación se justifica por el siguiente motivo. Las ventajas que representa para el emisor, en términos de costes, el ofrecer sus valores a través de una colocación privada en lugar de hacerlo a través de una oferta pública, repercuten en los términos en los que podrá acudir el inversor a la emisión. Así, los destinatarios de la oferta que tengan la posibilidad de optar a ello tienen incentivos para querer ser incluidos en el registro y poder así concurrir a colocaciones privadas –y no hacerlo, pues, a la oferta pública–.

16. Por último, cabe preguntarse, una vez establecido que en términos generales el inversor minorista será un consumidor, a qué relaciones de este resulta de aplicación la LGDCU. Según la norma, el consumidor

privado europeo y en el Derecho español: aspectos controvertidos o no resueltos”, *Cuadernos de Derecho Transnacional* (Marzo 2011), Vol. 3, núm. 1, pp. 84-117, pp. 94-95. Sin embargo, la doctrina no es unánime. *Vid. inter alia* BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, R., “Artículo 3”, en BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, R. (Coord.), *Comentario del Texto Refundido de la Ley de Consumidores y Usuarios y otras Leyes complementarias*, Thomson, 2009, pp. 86-99, p. 32.

23. Art. 39 RD 1310/2005 que se remite al registro establecido en el art. 32 del RD 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el RD 1309/2005, de 4 de noviembre.

queda protegido en sus relaciones frente al empresario²⁴. Que el emisor es un empresario a efectos de la norma parece fuera de duda, toda vez que se define como “toda persona física o jurídica que actúa en el marco de su actividad profesional”. Por lo tanto, el inversor-consumidor que acude a la oferta establece una relación con un emisor-empresario –contractual, en este caso– y queda así protegido frente a este por la normativa de consumo²⁵. Los inversores que adquieran de otros inversores en el mercado secundario dentro del plazo de validez del folleto también quedan protegidos por la normativa de consumo frente al emisor, aunque no hayan establecido relación contractual alguna con él²⁶, por cuanto la expresión utilizada por la LGDCU para delimitar su ámbito de aplicación, “relaciones”, es un concepto que la doctrina entiende que abarca no solo las relaciones contractuales sino también las extracontractuales²⁷.

17. Dicho todo lo anterior, la posición del inversor minorista presenta particularidades respecto de la de otros sujetos que tienen la consideración de consumidores en ámbitos distintos, por lo que la normativa que les es aplicable para su protección en primer término es la específica del mercado de valores, como norma especial. Solo en lo no regulado y siempre que la *ratio legis* lo permita cabe aplicar los principios generales del Derecho de consumo²⁸.

II. RELACIONES JURÍDICAS ENTRE LOS SUJETOS INTERVINIENTES

1. La relación entre el emisor y el oferente

18. Nos interesa en este punto detenernos en el supuesto de que el emisor y el oferente de los valores sean personas distintas y el emisor ofrezca por cuenta del oferente los valores de los que es titular este últi-

24. Art. 2 de la LGDCU.

25. En cuanto al concepto de empresario *vid.* art. 4 de la LGDCU.

26. Naturalmente, en la medida en que estos también tengan la condición de consumidores. *Vid. infra* núm. 59 sobre las relaciones entre los inversores en el mercado secundario.

27. *Vid.* BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, R., “Artículo 2”, en BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, R. (Coord.), *Comentario del Texto Refundido de la Ley de Consumidores y Usuarios y otras Leyes complementarias*, Thomson, 2009, pp. 80-86, p. 84.

28. Así, como señala DE CARLOS BERTRÁN, L., *Régimen jurídico...*, *cit.*, p.134, cuando no exista una norma específica de protección en dicho ámbito, se aplican los principios generales en materia de protección del consumidor, como el principio de integración contractual de la publicidad o el derecho a una información correcta. *Vid.* reiterando la misma idea ALONSO UREBA, A., “Artículo 21...”, *cit.*, p.477.

mo. El caso típico en el que el emisor actúa por cuenta ajena es la oferta lanzada por una sociedad de acciones de sus accionistas. Esta opción ofrece para estos una gran ventaja: les libera de las obligaciones de información que conlleva toda OPV. Estas pasan a ser soportadas por la sociedad emisora que es, además, la que ostenta la mejor posición para proporcionarla. Por otra parte, se logra de esta manera simplificar notablemente la estructura de la oferta, pues el emisor, que es la “cabeza visible”, actúa en nombre de múltiples accionistas que son los oferentes contractuales.²⁹

19. No ha suscitado entre la doctrina especial interés cuál es la naturaleza del contrato que une a la sociedad emisora y a sus accionistas, pero entre quienes lo mencionan prevalece la opinión de que se trata de un contrato de comisión³⁰. La sociedad emisora lleva a cabo la oferta por cuenta de sus accionistas, de manera que, además de elaborar el folleto y responder de la información que en él se contiene, celebrará también por cuenta de estos los contratos de colocación con los distintos intermediarios financieros que vayan a intervenir en la operación primero y los contratos de compraventa de valores negociables con los inversores después. La actividad que desarrolla es, así, de carácter representativo y produce efectos en la esfera jurídica de las personas por cuya cuenta actúa, por lo que no parece haber inconveniente en afirmar que se trata de un contrato de comisión. El resultado es que son los propios accionistas quienes quedan obligados frente a los intermediarios en los contratos de colocación y frente a los inversores en los contratos de compraventa de valores negociables³¹.

29. El antiguo RD 291/1992, de 27 de marzo, sobre Emisiones y Ofertas Públicas de venta de Valores –RD de Emisiones– se refería expresamente a este supuesto en el art. 29.3. El hecho de que ya no figure en el actual RD 130/2005 no ha de interpretarse en el sentido de que el legislador ha querido proscribir esta práctica.

30. *Vid.*, entre otros, DE CARLOS BERTRÁN, L., *El régimen jurídico...*, cit., p. 121.

31. Sírvanos de ejemplo de este tipo de operaciones la OPV lanzada por Bolsas y Mercados Españoles (BME) en 2006, sociedad *holding* propietaria de los mercados españoles de renta variable –Bolsas de Madrid, Bilbao, Barcelona y Valencia–, del mercado de Renta Fija privada (AIAF), de la Plataforma de Contratación de Deuda Pública (SENAF), del mercado bursátil de renta fija, del mercado de derivados (MEFF) y del depositario central y cámara de compensación y liquidación de valores (Iberclear). En esta oferta, una de las más importantes realizadas en el mercado español en los últimos años, se pueden apreciar todos los elementos que hemos ido señalando. La finalidad de la operación era lograr la ampliación de la base accionarial y, así, lograr la difusión suficiente de las acciones como para poder solicitar la admisión a negociación en las Bolsas de Valores de BME. Esta actúa como oferente, esto es, es quien elabora el folleto y se responsabiliza de su contenido. No obstante, ofrece los valores por cuenta de sus accionistas, que son los titulares de estos, y cuyos nombres aparecen especificados en el folleto informativo. También celebra BME por cuenta y en nombre de los accionistas los contratos de colocación. *Vid.* el folleto registrado el 29 de junio de 2006 ante la CNMV, accesible en www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={1442aa72-ffc6-46a2-b0e0-b95d6c1f7392}. Aunque el supuesto habitual que este ejemplo ilustra sea la actuación en nombre ajeno del

20. Otro supuesto muy habitual en mercados diferentes de los españoles es la asunción en firme de los valores por parte de los intermediarios que, a su vez, los revenderán al público. En esos casos, a los que nos referiremos al hablar de las modalidades de intermediación, emisor e intermediario celebran un contrato de compraventa de valores negociables³².

2. La relación entre el oferente y los intermediarios

2.1. El papel de los intermediarios

21. Como ha puesto de relieve reiteradamente la doctrina, los intermediarios desempeñan tres funciones fundamentales³³:

En primer lugar, prestan asesoramiento en el diseño de la operación, asesoramiento que tiene, quizás, especial importancia en lo relativo a la determinación del precio de salida de los valores. En este sentido, los intermediarios eliminan uno de los riesgos fundamentales que conlleva una OPV que es la determinación del precio al que se van a ofrecer los valores –*pricing risk*, en la terminología anglosajona–³⁴.

En segundo lugar, como se deduce del esquema inicial que hemos trazado al referirnos a los sujetos intervinientes, los intermediarios canalizan el ahorro de los inversores hacia las necesidades de financiación de las empresas. Al poner al servicio del oferente sus redes de distribución y su clientela, facilitan la distribución de los valores y palian, así, el llamado *marketing risk*, esto es, el riesgo de que la oferta no llegue adecuadamente a los inversores³⁵.

emisor, no se puede descartar la posibilidad de que actúe en nombre propio, de manera que sería la sociedad emisora la que se obligaría frente a intermediarios e inversores. Las consecuencias de ambos supuestos las analizaremos al referirnos al contrato de colocación. *Vid. infra* núm. 27.

32. *Vid. infra* núm. 33-38.

33. Sobre estas tres funciones básicas *vid.* FERNÁNDEZ DE ARAOZ “Artículo 30. Entidades colocadoras y comercializadoras”, en SÁNCHEZ CALERO, F. (Dir.), *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores. Comentario sistemático del RD 291/1992*, Editoriales de Derecho Reunidas SA, 1995, pp. 835-885, pp. 840-842; ZUNZUNEGUI, F., *Derecho del mercado financiero*, Marcial Pons, 2000, p. 707.

34. Como señala FERNÁNDEZ DE ARAOZ, A., “Artículo 30...”, *cit.*, p. 839, los intermediarios financieros eliminan este riesgo al asumir ellos la determinación del precio al que se van a ofrecer los valores. Tienen la mejor posición para hacerlo porque, por una parte, se trata de una tarea de gran complejidad técnica para la que el emisor puede no contar con los conocimientos necesarios y, por otra, porque para los intermediarios la determinación del precio no plantea un conflicto de intereses, mientras que para el emisor sí, en la medida en que de un lado desea que el precio resulte atractivo para los inversores y, de otro, tiene determinadas necesidades de financiación.

35. *Vid.* FERNÁNDEZ DE ARAOZ, A., “Artículo 30...”, *cit.*, pp. 839-840.

En tercer lugar, su participación permite que el emisor no tenga que asumir las consecuencias de una demanda insuficiente que no sea capaz de absorber la totalidad de la oferta. Los intermediarios normalmente aseguran el resultado de esta, *i.e.* de no ser íntegramente suscrita, se comprometen a adquirir ellos los valores sobrantes. De esta manera se desplaza hacia los intermediarios un riesgo que de otra manera tendría que asumir el oferente³⁶.

22. Cada una de estas funciones es desempeñada por un sujeto de los que hemos identificado en el epígrafe anterior. A continuación vamos a analizar en mayor profundidad el papel que juega cada uno de ellos y las relaciones que les unen con el oferente.

2.2. La relación entre el oferente y la entidad directora

23. Cuando una sociedad quiere ofertar valores al público es habitual en el mercado español que, en primer término, contacte con una entidad con el fin de que esta se encargue de analizar la viabilidad de la operación y, en su caso, de que sea ella misma quien se ocupe de diseñar sus condiciones y coordinar su desarrollo. Este papel lo asume la llamada entidad directora³⁷. En los mercados de valores de otros Estados es igualmente habitual la participación de una entidad que realice funciones similares³⁸.

36. En este sentido, según FERNÁNDEZ DE ARAOZ, A., "Artículo 30...", *cit.*, pp. 840-841, los intermediarios "desempeñan una auténtica función crediticia". Naturalmente, también aseguran el resultado los intermediarios cuando asumen en firme la emisión.

37. Cabe la posibilidad de que este primer contacto en el que se analiza la viabilidad de la operación se lleve a cabo por una entidad que luego no se encargue de su diseño y desarrollo. Cuando ambas funciones se escinden, la entidad que lleva a cabo la primera de ellas recibe el nombre de *originating bank*, mientras que la que lleva a cabo la segunda es la entidad directora. No vamos a analizar separadamente la figura del *originating bank* porque en la mayoría de los casos será esa misma entidad la que llegue a ser directora. Pero incluso cuando no se da esta circunstancia el papel que cumple no plantea excesivas dificultades: lleva a cabo una tarea de asesoramiento al emisor acerca de la oportunidad de llevar a cabo la operación. Por otra parte, cuando decimos que el emisor se dirige a una entidad de su confianza para que le asesore en lo relativo a la operación, estamos haciendo referencia a lo que sería el "tradicional" comienzo de una oferta pública. No obstante, como señala VALMAÑA OCHAÍTA, M., *La responsabilidad...*, *cit.*, pp. 238-239, es cada vez más frecuente que sea esta entidad, especializada en análisis de empresas con posibilidades de crecimiento, quien se dirija al potencial oferente con el objeto de hacerle notar las posibilidades de financiación que el mercado de valores ofrece para empresas en expansión y ofreciéndose para diseñar la operación.

38. Es la denominada *lead manager* en la terminología anglosajona. En relación con los mercados estadounidenses *vid* HAZEN, T.L., *The law of Securities Regulation*, Thomson Reuters, 2009, p. 75 y pp. 81-82; LOSS L./SELIGMAN J., *Fundamentals of Securities Regulation*, Aspen, 2004, pp. 101-102. Por lo que hace a los mercados de Reino Unido *vid*. ADAMS, D., *Banking and capital markets*, College of Law Publishing, 2007, pp. 241-247; TENNEKOON, R. C., *The law of international finance*, Butterworths, 1991, pp. 149-153.

24. El actual artículo 35.1 RD 1310/2005 establece que la entidad directora será aquella a la cual “el emisor u oferente haya otorgado mandato para dirigir las operaciones relativas al diseño de las condiciones financieras, temporales y comerciales de la oferta o admisión, así como la coordinación de las relaciones con las autoridades de supervisión, con los operadores de los mercados, con los potenciales inversores y con las restantes entidades colocadoras y aseguradoras”. Adicionalmente, la normativa impone una obligación a la entidad directora por la misma participación de esta en la OPV: llevar a cabo las comprobaciones necesarias para contrastar la información que el oferente ha incluido en la nota de valores³⁹. En caso de no realizar diligentemente estas comprobaciones, se establece que la entidad directora responderá, como analizaremos con detalle en el siguiente capítulo, frente a los inversores. Ha de entenderse, naturalmente, que es directora aquella entidad que desempeñe las funciones a las que nos hemos referido, independientemente de la denominación que reciba en el folleto informativo⁴⁰.

25. En la práctica es habitual que la entidad directora acabe también por ser una de las entidades colocadoras, de manera que, adicionalmente a lo que señalamos en este epígrafe, le es de aplicación lo relativo al contrato de colocación al que nos referiremos en el siguiente punto y al cual ahora nos remitimos⁴¹.

En cuanto al papel de la entidad directora –*Konsortialführer*– en los mercados alemanes *vid.* BROCKMANN, O., *Die Kurspflegeverpflichtung des Emissionskonsortium bei Aktienemissionen*, Berliner Wissenschaftsverlag, 2003 p. 69; KRONKE, H./HAUBOLD, J., “Börsen und Kapitalmarktrecht”, en KRONKE, H./MELIS, W./SCHNYDER, A. (Eds.), *Handbuch Internationales Wirtschaftrecht*, Verlag Dr Otto Schmidt Köln, 2006, pp. 1405-1622, p. 1443. En relación con los mercados italianos *vid.* EROLI, M., *I consorzi di collocamento di valori mobiliari*, Edizione Scientifiche Italiane, 1989, pp. 22-35.

39. Art. 35.3 del RD 1310/2005. Esta obligación consiste en comprobar si la información que ha incluido el oferente en la nota de valores, que forma parte del contenido del folleto –*vid. infra* Capítulo Segundo núms. 74 y 75 sobre la cuestión– es exacta y completa. Por tanto, la entidad directora no tiene la obligación de elaborarlo, quien tiene que llevar a cabo esta tarea es el oferente. Únicamente tiene una obligación de comprobación. En contra de esta opinión *vid.* VALMAÑA OCHAÍTA, M., *La responsabilidad...*, *cit.*, pp. 244-245. Nótese, por otra parte, que el RD 1310/2005 define a la entidad directora solamente a efectos de la determinación de la responsabilidad respecto de la información contenida en la nota de valores. No obstante, no parece haber inconveniente en que usemos este mismo concepto para definir su posición jurídica frente a oferente y colocadores

40. *Vid.* VALMAÑA OCHAÍTA, M., *La responsabilidad...*, *cit.*, pp. 242-243, que alude a la confusa terminología que emplean los folletos para referirse a la entidad que realiza estas funciones. *Vid.* también CACHÓN BLANCO, E., *Los contratos de dirección...*, *cit.*, p. 25; DE CARLOS BERTRÁN, L., *Régimen jurídico...*, *cit.*, p. 337; FERNÁNDEZ DE ARAOZ, A., “Artículo 31...”, *cit.*, pp. 892-893.

41. El actual art. 35 del RD 1310/2005, al referirse las funciones de la entidad directora, establece que se ocupará de coordinar las relaciones con “las restantes entidades colocadoras y aseguradoras”. La expresión “las restantes”, que no aparecía en el anterior art. 31 del RD 291/1992, parece sugerir que ella misma es una de las entidades coloca-

2.3. La relación entre el oferente y las entidades colocadoras

2.3.1. Introducción

26. Se han distinguido tradicionalmente tres métodos de distribución de valores a través de intermediarios financieros: la mera colocación, el aseguramiento y la asunción en firme. Antes de entrar en el análisis detallado de cada uno de ellos, análisis que realizaremos desde el punto de vista de las relaciones jurídicas que se establecen entre el oferente y los intermediarios, conviene hacer dos puntualizaciones.

En primer lugar, la comercialización de los valores no ha de llevarse a cabo necesariamente a través de intermediarios financieros⁴². No existe ningún obstáculo para que lo haga directamente el propio oferente, especialmente en los casos en que él mismo es una entidad de crédito que cuenta con los conocimientos necesarios y la red de distribución adecuada⁴³. Sin embargo, los oferentes suelen servirse de ellos, pues su participación en una operación de este tipo, además de facilitar la distribución de los valores, refuerza su prestigio y potencia, así, la confianza de los inversores.

En segundo lugar, no ha de perderse de vista a la hora de hablar de los distintos procedimientos de comercialización que en este campo rige el principio de libertad de colocación, por lo que en la práctica encontraremos distintas variantes que no se ciñen exactamente a los grandes métodos que vamos a esbozar⁴⁴.

doras. De ello no hay que deducir, no obstante, que haya de ser necesariamente así, simplemente refleja lo que es habitual en la práctica.

42. Vamos a usar los términos “distribución” y comercialización” indistintamente, como hacía el antiguo RD de Emisiones y así también la doctrina. No obstante, somos conscientes de que no son sinónimos: la comercialización implica marketing, esfuerzo de ventas, mientras que la distribución se refiere exclusivamente a la actividad consistente en hacer llegar un producto a los destinatarios.

43. Un ejemplo de ello es la OPV de obligaciones convertibles que lanzó el BBVA en septiembre de 2009. Prescindió para ello de cualquier tipo de intermediación porque precisamente lo que buscaba era distribuir los valores a través de su propia red de oficinas y que fueran adquiridas por sus clientes. *Vid.* el folleto registrado ante la CNMV el 17 de septiembre de 2009, accesible en www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={ab2a92ef-68e9-43a6-b4ff-03e9b5ec8902}. Otro ejemplo más reciente lo encontramos en el Folleto de base de Bankia para ofertar bonos y obligaciones subordinadas, deuda subordinada especial, cédulas hipotecarias, bonos hipotecarios, cédulas territoriales, valores estructurados. En él se prevé que en las condiciones finales se establecerá si hay intermediarios que actúen para la colocación y en qué condiciones, lo que pone de nuevo de relieve que para entidades de crédito resulta sencillo distribuir ellos mismos sus valores por contar con el conocimiento y la red de clientela adecuada. *Vid.* Folleto registrado ante la CNMV el 2 de julio de 2013, accesible en www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={1f17954a-81ad-4246-933a-42373d3e2435}.

44. Así se establece en el art. 25 de la LMV. El único límite que se impone a este principio es que el tipo de distribución por la que se haya optado aparezca perfectamente defini-

2.3.2. El contrato de colocación

27. El oferente puede optar por una intermediación de mera colocación, que consiste en el compromiso de los intermediarios de tratar de colocar el mayor número de valores posible durante el periodo de la oferta, *i.e.* el intermediario financiero se compromete a promover entre los inversores la adquisición de los valores del oferente y, en su caso, a concluir contratos de suscripción o compraventa por cuenta de este y en su nombre. A cambio, se les retribuye con un porcentaje calculado sobre los valores que hayan logrado que los inversores suscriban⁴⁵. Se trata, por tanto, de una actividad representativa cuya finalidad es la de celebrar contratos de compraventa por cuenta ajena, que la doctrina se ha mostrado unánime a la hora de calificar como contrato de comisión: el oferente –comitente– encarga a la entidad colocadora –comisionista– que celebre con los inversores contratos de compraventa, cuyo objeto son valores negociables, por su cuenta y en su nombre⁴⁶. Como resultado de la actividad del intermediario, el oferente quedará contractualmente vinculado con los inversores⁴⁷. Las obligaciones que asumen oferente y colocadora son las que derivan de cada contrato de colocación, que suele documentarse por escrito y

da en el folleto informativo.

45. Aunque este es el supuesto habitual, como pone de relieve CACHÓN BLANCO, E., *Los contratos de dirección...*, *cit.*, pp. 111-112, no puede descartarse que se retribuya mediante cifra alzada.

46. *Vid.* CACHÓN BLANCO, E., *Los contratos de dirección...*, *cit.*, pp. 72-73; DE CARLOS BERTRÁN; L., *El régimen...*, *cit.*, pp. 345-347; FERNÁNDEZ DE ARAOZ, A., “Artículo 30...”, *cit.*, pp. 859-860; GARRIGUES, J., *Los contratos bancarios*, Imprentas Aguirre, 1975, pp. 666-667; VEGA PÉREZ, F., “Intervención bancaria en la emisión y colocación de valores negociables”, en MÁRTINEZ-SIMANCAS SÁNCHEZ, J./ ALONSO UREBA, A. (Dir.), *Instituciones del mercado financiero*, Vol. 3, Sopec, 1999, pp. 1199-1232, pp. 1221-1222; ZUNZUNEGUI, F., *Derecho...*, *cit.*, pp. 710-711. La cuestión de la naturaleza jurídica suscitó mayor interés estando en vigor el antiguo RD de Emisiones pues este se refería a la actividad de colocación como una “mediación”, ante lo que la doctrina puso de relieve que la norma hacía alusión a la mediación en un sentido amplio, esto es, en sentido económico, pero que desde el punto de vista técnico-jurídico se trataba de un contrato de comisión.

47. Como señala CACHÓN BLANCO, E., *Los contratos de dirección...*, *cit.*, pp. 73-74, lo habitual es que la colocadora actúe en nombre del oferente, si bien no se puede descartar que celebre los contratos por su cuenta pero en nombre propio. Es evidente que la consecuencia de que la colocadora actuase en nombre propio es que ella sería la que quedaría contractualmente vinculada con los inversores, sin perjuicio de las obligaciones entre ella y el titular de los valores fruto del contrato de comisión. Vamos a ceñirnos a lo que en la práctica habitual de nuestros mercados ocurre: en los folletos registrados ante la CNMV suele figurar el nombre del titular de los valores, mención de la que, en principio, se puede deducir la voluntad de que sea este quien quede vinculado por los contratos celebrados por el intermediario. De hecho, según señala FERNÁNDEZ DE ARAOZ, A., “Artículo 30...”, *cit.*, p. 873, en este campo se ha ido produciendo una suerte de estandarización contractual.

al que existe la obligación de dar publicidad a través de su inclusión en el folleto⁴⁸.

28. Para el oferente tiene la ventaja de permitirle beneficiarse de la red de oficinas y del “entramado” de clientes con el que cuentan los intermediarios financieros y, de esta manera, asegurarse una mejor distribución de sus valores⁴⁹. Es una intermediación que cumple, así, una de las funciones que antes señalábamos: facilita la canalización del ahorro de los inversores hacia las empresas.

Por el contrario, este tipo de intermediación no desplaza los riesgos inherentes a la oferta del oferente a las entidades colocadoras. No garantiza al oferente el resultado de la oferta, con lo que, si no existe demanda suficiente para sus valores, no verá satisfechas sus necesidades de financiación⁵⁰. Tampoco elimina el riesgo de espera, pues los intermediarios solo actúan como distribuidores, de manera que desde el momento en que la sociedad detecta las necesidades de financiación y toma la decisión de ofertar los valores hasta que estos efectivamente son suscritos las condiciones del mercado han podido variar.

29. No es inhabitual que las entidades colocadoras se sirvan de otros intermediarios, que reciben el nombre de subcolocadores, para que coloquen parte de los valores objeto de la oferta que les correspondería colocar a ellas. El objeto de ello es ampliar la base de distribución⁵¹. Estos contratos de subcolocación también tienen, según ha mantenido la doctrina, naturaleza de contrato de comisión⁵². Es frecuente que se recoja expresamente en el contrato de colocación concluido con el oferente la posibilidad de que las colocadoras celebren, a su vez, contratos de subcolocación con terceros, de manera que esta previsión también figurará en el folleto informativo y los inversores tendrán conocimiento de ello⁵³.

48. El Reglamento 809/2004 exige la incorporación al folleto de los términos del acuerdo entre el emisor y sus intermediarios –*vid.* Anexo III en materia de requisitos mínimos de información para la nota sobre las acciones, apdos. 5.2 y 5.4–.

49. *Vid.* VALMAÑA OCHAÍTA, M., *La responsabilidad...*, *cit.*, pp. 227-228.

50. Tradicionalmente es un método que se ha venido usando bien por las sociedades con poca implantación, que tenían dificultades para lograr que algún intermediario garantizase su emisión, bien por sociedades asentadas y con tan buena reputación que el éxito de la operación estaba garantizado y resultaba prescindible optar por el aseguramiento, que conlleva mayores comisiones que la mera colocación. *Vid.* PALÁ LAGUNA, R., *Las ofertas públicas...*, *cit.*, p.139; VALMAÑA OCHAÍTA, M., *La responsabilidad...*, *cit.*, pp. 227-228.

51. *Vid.* FERNÁNDEZ DE ARAOZ, A., “Artículo 30...”, *cit.*, p. 873

52. *Vid.* CACHÓN BLANCO, E., *Los contratos de dirección...*, *cit.*, pp. 148-150.

53. Se puede encontrar una previsión en este sentido, por ejemplo, en el folleto de la ampliación de capital social del Banco Santander de noviembre de 2008, *vid.* el folleto

2.3.3. El contrato de aseguramiento

30. La entidad aseguradora es aquella que se obliga frente al oferente a adquirir los valores objeto de la oferta que al finalizar el periodo de la misma los inversores no hayan suscrito o adquirido. Esto es, asegura el resultado económico de la oferta, de manera que elimina uno de los riesgos que en otro caso recaería sobre el oferente: el riesgo de suscripción incompleta.

31. En la mayoría de los casos, la obligación de aseguramiento se configura como una obligación accesorio a la de colocación⁵⁴. Es decir, la entidad aseguradora será también la colocadora, aunque nada impide a que sean dos entidades distintas. A la aseguradora se le retribuye con una comisión prefijada que, como resulta razonable, es más elevada que la percibida por una entidad cuya labor sea la mera colocación, pues la aseguradora asume el riesgo de tener que adquirir ella misma los valores sobrantes de no existir una demanda suficiente. Así, el oferente concluye con el intermediario un contrato de colocación, en virtud del cual celebrará por cuenta y en nombre del oferente contratos de compraventa con los inversores, que contiene un compromiso adicional de adquisición de los valores que no haya él mismo sido capaz de colocar durante la oferta. La consecuencia de la ejecución de este compromiso será la celebración de un contrato de compraventa entre el intermediario y el oferente cuyo objeto serán esos valores sobrantes.

32. Este tipo de intermediación es el habitual en los mercados españoles, mientras que, por el contrario, es el menos utilizado en los mercados internacionales, donde los emisores suelen servirse bien de la mera colocación –*best efforts underwriting*– en los casos en los que no se quiera asumir el riesgo de que la emisión no sea íntegramente absorbida, bien, como señalaremos en el siguiente epígrafe, de la asunción en firme –*firm commitment*–⁵⁵.

registrado el 11 de noviembre de 2008, p. 63, accesible en www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={9764a4c1-56c3-4bdd-9ee6-51eb0debe80b}.

54. Vid. CACHÓN BLANCO, E., *Los contratos de dirección...*, cit., pp. 154-155; DE CARLOS BERTRÁN, L., *El régimen...*, cit., p. 352; GARRIGUES, J., *Los contratos...*, cit., p. 667.

55. En el mercado estadounidense el *best efforts underwriting*, como señalan HAZEN, T.L., *The law...*, cit., p. 71; LOSS L./SELIGMAN J., *Fundamentals...*(2004), cit., p. 85, es típicamente utilizado por empresas poco asentadas a las que los bancos de inversión no les proporcionan un *firm commitment* o, por el contrario, por empresas que pueden prescindir de la asunción en firme y optar por una distribución más barata porque ocupan una buena posición en el mercado. El sistema que menos se utiliza es el *strict* o *standby underwriting*, también llamado *old fashioned underwriting*, que se corresponde con la práctica del aseguramiento a la que nos referimos al hablar del mercado español. En el caso estadounidense, este tipo de colocación se emplea solo en los casos en los que existen derechos de suscripción preferente –Vid. LOSS L./SELIGMAN

2.3.4. La asunción en firme

33. Aunque poco utilizada en la práctica española, la asunción en firme de los valores del oferente por parte de unos intermediarios financieros cumple la misma función económica que el aseguramiento: elimina el riesgo de una suscripción incompleta. La diferencia fundamental que existe entre ambas intermediaciones es que en el aseguramiento las entidades solo adquieren los valores sobrantes al final del periodo de la oferta, mientras que en este caso adquieren la totalidad de los valores

J., *Fundamentals...*, cit. (2004), cit., p. 75-. Pero incluso en estos supuestos no siempre es utilizado pues, cuando el descuento que se ofrece frente al precio de mercado es lo suficientemente atractivo, se opta por prescindir de toda intermediación y se realiza la oferta directamente. Tal y como subraya HAZEN, T.L., *The law...*, cit., (2009) p. 67, el hecho de que en las ofertas a los ya accionistas no sea necesario contar con una red comercial particularmente amplia ni hacer un especial esfuerzo de ventas contribuye a que los emisores en estos casos opten por distribuir los valores ellos mismos, prescindiendo de cualquier tipo de intermediación.

En los mercados de Reino Unido el método tradicionalmente empleado era la llamada *offer for subscription*, en la que los intermediarios que actúan por cuenta del emisor colocan los valores entre el público en nombre de este, i.e. el equivalente a la mera colocación. Vid. BOYLE, J.A./BIRDS, J., *Boyle&Bird's Company Law*, Jordan, 1995, p. 137; DAVIES, P./ WORTHINGTON, S., *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, Thomson, 2003, p. 644; PALÁ LAGUNA, R., *Las ofertas públicas...*, cit., p. 142; PALMER, F., *Palmer's Company Law*, Vol. I, Stevensons&Sons, 1987, p. 404; PENNINGTON, R., *Pennington's Company Law*, 6ª Ed., Butterworths, 1995, p. 303; PETTET, B., *Company Law*, Longman, 2005, p. 261; POWELL, J., *Issuers and offers of company securities: the new regimes*, Sweet & Maxwell, 1998, p. 14. Con el fin de no tener que asumir los riesgos de la no absorción íntegra de la oferta, los emisores aseguran el resultado a través de un *underwriting agreement* que, como ya hemos señalado, es el equivalente al compromiso de aseguramiento descrito en relación con el ordenamiento español. No obstante, en la actualidad este método ha quedado relegado a las ofertas en las que existen derechos de suscripción preferente que no han sido previamente excluidos –*rights offers*–. Vid. BOYLE, J.A./BIRDS, J., *Boyle&Bird's Company...*, cit., p. 137; DAVIES, P./ WORTHINGTON, S., *Gower and Davies' Principles...*, cit., pp. 646-647. El sistema habitual de colocación de los valores en los mercados de Reino Unido ha pasado a ser la denominada *offer for sale*, en el que el emisor celebra un contrato de compraventa de la totalidad de los valores con un *merchant bank* –vid. *infra* nota núm. 63–.

En los mercados suizos y alemanes, en los poco habituales casos en que se prescinde de la asunción en firme –vid. *infra* nota núms. 64 y 65– se lleva a cabo una mera colocación de los títulos siguiendo un esquema de comisión. Vid. HOPT, K., *Le banche nel mercato di capitali. Collocazione di valori mobiliari e responsabilità*, Giuffrè, 1995, p. 17; BROCKMANN, O., *Die Kurspflegeverpflichtung...*, cit., p. 67. La regulación que de la figura se hace en la normativa alemana –*Kommisionär*– parte de la actuación del comisionista por cuenta y en nombre propio. De acuerdo con el § 383 del HGB “*Kommissionär ist, wer es gewerbsmäßig übernimmt, Waren oder Wertpapiere für Rechnung eines anderen (des Kommittenten) in eigenem Namen zu kaufen oder zu verkaufen*”. Esto contrasta con la práctica española en que lo habitual es que el intermediario coloque los valores en nombre del emisor. No obstante, vid. BROCKMANN O., *Die Kurspflegeverpflichtung...*, cit., p. 68, que señala que, en la práctica, los comisionistas también contratan en nombre del emisor.

ofertados desde el primer momento, con el fin de revenderlos luego al público. De esta manera la asunción en firme supone una auténtica financiación del emisor⁵⁶.

34. La oferta que realiza el emisor y a la que acuden los intermediarios no tiene la condición de “pública”, pues está dirigida a inversores cualificados. No obstante, como recoge el propio RD 1310/2005, la oferta sucesiva que realicen los intermediarios que han adquirido en firme sí que tiene la condición de pública –siempre que, huelga decirlo, se dirijan estos a su vez a un número mínimo de inversores minoristas–. La consecuencia de que la oferta no sea pública es, como ya hemos señalado, que no existe obligación de publicar folleto, pues los intermediarios no necesitan de la protección especial que brinda la información de este.

35. La asunción en firme es una técnica tradicionalmente poco utilizada en España porque plantea algunos problemas jurídicos que desincentivan su uso en unos casos y en otros simplemente lo imposibilitan⁵⁷. Tiene, por otra parte, una ventaja fundamental frente al aseguramiento que es que mitiga, aunque no elimina, el riesgo de espera al reducir el periodo de tiempo que transcurre desde que se detecta la necesidad de financiación hasta que se logran los recursos. De esta manera, hay menos posibilidades de que se produzcan variaciones significativas en las condiciones del mercado⁵⁸.

36. Aunque la función del intermediario que asume en firme los valores sea, al igual que en el caso del aseguramiento, de distribución y de garantía del resultado de la oferta, en este caso la entidad no van a desempeñar tal función, como el lector podrá intuir, como mero comisionista del oferente. La asunción en firme se articula a través de dos contratos de compraventa mercantiles sucesivos⁵⁹.

56. Vid. VALMAÑA OCHAÍTA, M., *La responsabilidad...*, cit., p. 233.

57. Como pone de relieve DE CARLOS BERTRÁN, L., *El régimen...*, cit., pp. 355-356, la asunción en firme, en primer lugar, incrementa el coste de la operación pues, al suponer una doble transacción, exige doble liquidación e incrementa las formalidades que han de cumplirse. El respeto a los derechos de suscripción preferente en los casos en que estos no se hayan excluido impide, en segundo lugar, que se use esta técnica en las emisiones de acciones y de obligaciones convertibles. En tercer lugar, dado que las acciones de nueva emisión no pueden transmitirse hasta que estén inscritas en el Registro Mercantil –art. 34 de la LSC, aunque flexibilizando el régimen vid. también art. 315.2 de la LSC–, el intermediario tendrá que esperar a que esto ocurra antes de ofrecer los valores al público, proceso que puede alargarse y dificultar la operación. Por último, cuestiones de fiscalidad pueden desincentivar el uso de este tipo de intermediación. Vid. también FERNÁNDEZ DE ARAOZ, A., “Artículo 30...”, cit., p. 851; VALMAÑA OCHAÍTA, M., *La responsabilidad...*, cit., pp. 235-237.

58. Según señala FERNÁNDEZ DE ARAOZ, A., “Artículo 30...”, cit., p. 850, si bien no resulta posible eliminar este riesgo completamente, es evidente que el riesgo que asumen las colocadoras de que las condiciones de mercado se deterioren es netamente superior. Vid. también VALMAÑA OCHAÍTA, M., *La responsabilidad...*, cit., p. 232-233.

59. Vid. CACHÓN BLANCO, E., *Los contratos de dirección...*, cit., pp. 74-75 y 152-153 y 155; DE CARLOS BERTRÁN, L., *El régimen...*, cit., pp. 353-355; VALENZUELA GARACH,

El primero de ellos se celebra entre el oferente y el intermediario financiero, con o sin el compromiso de que el intermediario venda a su vez los valores a los inversores a un precio determinado, siempre algo superior, lógicamente, al precio que ha pagado él por estos⁶⁰. La oferta realizada por el emisor u oferente no exige publicación previa de folleto informativo pues, como adelantábamos antes, no tiene la consideración de pública: se dirige a un inversor cualificado.

La segunda de las compraventas se celebra entre el intermediario y los inversores que acudan a la oferta. La remuneración que perciben estas entidades es la diferencia entre el precio al que adquieren los valores y el precio al que los revenden a los inversores⁶¹.

37. Queremos adelantar dos ideas, sin perjuicio de su desarrollo en los epígrafes correspondientes. De un lado, el intermediario es el oferente en la oferta pública y será el obligado a presentar el folleto de forma previa al lanzamiento de la oferta pública, si bien lo habitual será que este sea elaborado por el emisor y sea él, pues, el responsable de la información contenida en este. De otro lado, será siempre el intermediario quien sea la contraparte contractual de los inversores en la oferta pública, mientras que en la mera colocación y en el aseguramiento lo habitual es que los intermediarios actúen en nombre ajeno.

38. La asunción en firme, al contrario de lo que ocurre en los mercados de valores españoles, es el método de colocación más habitual en los mercados internacionales. Así sucede en los mercados estadouniden-

F., "Notas sobre la difusión en la distribución pública de emisiones de valores" en POLO DÍEZ, A. (Coord.), *Estudios de Derecho Bancario y Bursátil: homenaje a Evelio Verdera y Tuells*, Vol. 3, La Ley, 1994, pp. 2673-2704, p. 2675.

60. Vid. CACHÓN BLANCO, E., *Los contratos de dirección...*, cit., p. 74.

61. Vid. DE CARLOS BERTRÁN, L., *El régimen...*, cit., p. 354; VALMAÑA OCHAÍTA, M., *La responsabilidad...*, cit., p. 233.

ses⁶², de Reino Unido⁶³, alemanes⁶⁴, suizos⁶⁵ y, en menor medida, en los

62. En los mercados estadounidenses se suele recurrir al *firm commitment*. En la práctica, de forma previa a la adquisición de los valores, los *underwriters* han “acumulado” indicaciones de interés por parte de los inversores, *i.e.* tienen adquirentes potenciales. Por ello, tras la determinación del precio final y la firma del contrato, la doble transmisión –emisor-*underwriters*, *underwriters*-inversores– se produce muy rápidamente: es cuestión de horas. Los inversores que ya han cursado sus indicaciones de interés solo tienen que confirmarlas para que se produzca la compraventa de valores. De esta manera los intermediarios en EEUU reducen los riesgos al mínimo: el contrato es firmado en el momento inmediatamente anterior a que se produzca la transacción, por lo que los intermediarios no quedan expuestos a cambios que se pudieran producir en el mercado. Esta práctica contrasta con la habitual de los mercados europeos en los que el periodo de tiempo que transcurre entre la firma del contrato y la efectiva colocación de los valores es mucho mayor –*vid.* BARTOS, J., *United States Securities Law. A practical Guide*, Kluwer, 2006, p. 21–. Los *underwriters* pueden bien distribuir los valores entre sus propios clientes, bien venderlos a un *selling group* que, a su vez, los colocarán entre los inversores. Tradicionalmente el emisor vendía a una entidad a la que se denominaba *original banker*. Solo tras esta primera transacción se constituía un sindicato al que el *original bank* transmitía los valores –*purchase group*–. Estos, a su vez, revendían los valores a un *banking group*. La función de estas transacciones sucesivas, a las que con el tiempo se le sumó una adicional al *selling group*, era la de repartir el riesgo que asumían los intermediarios. No obstante, factores tales como los impuestos sobre las transferencias y la normativa del folleto, que prohíbe cualquier negociación con quien no sea intermediario hasta la fecha de presentación de este, han contribuido a que se evolucione hacia una reducción del número de transacciones a cambio de un incremento en el número de intermediarios que participan en el sindicato. *Vid.* BARTOS, J., *United States...*, *cit.*, pp. 40-41; LOSS L./SELIGMAN J., *Fundamentals...*, (2004), *cit.*, 78-80.

63. En los mercados de Reino Unido el sistema habitual de colocación de los valores es la denominada *offer for sale*, en el que el emisor celebra un contrato de compraventa de la totalidad de los valores con un *merchant bank*. *Vid.* ; BOYLE, J.A./BIRDS, J., *Boyle&Bird's Company...*, *cit.*, p. 137; DAVIES, P./ WORTHINGTON, S., *Gower and Davies' Principles...*, *cit.*, p. 644; PENNINGTON, R., *Pennington's...*, *cit.*, p. 303; PETTET, B., *Company...*, *cit.*, p. 260-261; POWELL, J., *Issuers...*, *cit.*, p. 15. Esta modalidad es la equivalente al *firm commitment*. Habida cuenta de que supone el traslado íntegro del riesgo al intermediario, es frecuente que este, que será el oferente contractual en la oferta pública, asegure su resultado a su vez a través de la celebración de un *underwriting agreement* con otros intermediarios para asegurar el riesgo, o bien con uno solo, en cuyo caso es habitual que este celebre a su vez contratos con otros intermediarios con el fin de repartir el riesgo –*subunderwriting*–. La tendencia es, en todo caso, que se incremente el número de intermediarios que participan en la operación con el fin de reducir los riesgos que se asumen. Como se señala en el informe de 6 de agosto de 2010 “Equity underwriting market study- statement of scope” de la *Office of Fair Trading*, p. 10, los intermediarios se están preocupando especialmente en reducir los riesgos en un contexto en que el tamaño de los emisores ha incrementado, aumentando con ello, lógicamente, el volumen emitido, y en que además algunas de las ofertas que se han realizado no han sido íntegramente absorbidas, lo que ha obligado a los intermediarios a asumir parte de los valores no colocados.

64. En el mercado alemán el método habitual de intermediación es la asunción en firme –*Festübernahme*– en línea con la práctica descrita en los mercados anglosajones. *Vid.* KRONKE, H./ HAUBOLD, J., “Börsen...”, *cit.*, p. 1441; WOLF, K., *Going public in der Schweiz, in Deutschland und in den USA*, Haupt, 1994, p. 114.

65. En los mercados suizos la práctica habitual es muy similar a la que acabamos de se-

mercados italianos⁶⁶. Por lo tanto, en estos mercados, a diferencia de lo que ocurre en los mercados españoles, lo habitual será que entre el emisor y los inversores no haya relación contractual.

2.4. La relación entre el oferente y el banco agente

39. El banco agente, o agente de liquidación, es aquella entidad que actúa como representante del oferente en las tareas de liquidación de la operación. Una vez que las colocadoras han recibido las aceptaciones de los inversores hacen llegar los listados correspondientes al banco agente, que será el encargado de realizar el prorrateo en caso de que la demanda haya superado a la oferta y, claro está, siempre que este sea el método de adjudicación que se haya elegido. Si, por el contrario, la oferta ha superado la demanda y existía compromiso de aseguramiento, determinará

ñalar en relación con los mercados alemanes: las formas de colocación más habituales en las operaciones internas son tanto la mera colocación como la asunción en firme, mientras que en operaciones internacionales prevalece la asunción en firme al estar las formas de colocación en gran medida estandarizadas por la práctica anglo-americana. *Vid.* HOPT, K., *Le banche...*, cit., pp. 17-18 y 24; WATTER, R., "Art. 156", en HONSELL, H./ VOGT, N.P./ SCHNYDER, A.K./ BERTI, S.V. (Hrsg.), *Basler Kommentar zum Bundesgesetz über das internationale Privatrecht*, Helbing & Lichtenhan, 2007, pp. 1232-1241, p. 123.

66. En los mercados italianos, aunque la opción más habitual no es, al contrario de lo que venimos señalando, la asunción en firme, sí que es cierto que su uso está más extendido que en el caso español. La razón fundamental que existe para ello es que la normativa italiana permite realizar emisiones de acciones mediante este sistema sin necesidad de excluir previamente los derechos de suscripción preferente –*Vid.* EROLI, M., *I consorzi...*, cit., pp. 13-14 poniendo de relieve el incremento en su uso–. Esto es, en los casos en que la opción elegida por la sociedad para la distribución de los valores sea esta, la normativa permite, siempre que los intermediarios se comprometan a ofrecer los valores en primer término a los accionistas en las condiciones que la ley señala, que los derechos de suscripción preferente no deban ser previamente excluidos –*vid.* art. 2441 *Codice Civile*: "Diritto di opzione: Non si considera escluso né limitato il diritto di opzione qualora la deliberazione di aumento del capitale preveda che le azioni di nuova emissione siano sottoscritte da banche o da enti o società finanziarie soggetti al controllo della Commissione nazionale per la società e la borsa, con obbligo di offrirle agli azionisti della società in conformità con i primi tre commi del presente articolo. Le spese di tale operazione sono a carico della società e la deliberazione di aumento del capitale deve indicarne l'ammontare" –. Por otra parte, en los mercados italianos no es desconocida la práctica, propia de los mercados anglosajones, consistente en la articulación de la operación en dos fases para las que se constituyen dos sindicatos sucesivos. Los intermediarios constituyen en primer lugar, un sindicato de asunción en firme –fase de *origination*, en la terminología anglosajona– para la adquisición de unos valores que no tienen interés en distribuir personalmente a través de sus redes de oficinas y a su clientela. Por tanto, tras la adquisición de estos, constituyen un sindicato de mera colocación con el fin de que sean otros sujetos los que se encarguen de ello –fase de *distribution*–. *Vid.* SCORZA, G., "I consorzi bancari di collocamento di titoli", en AAVV, *Le operazioni bancarie*, T. II, Giuffrè, 1978, pp. 1129-1164, p. 1153, que pone de relieve la existencia de esta "disociación subjetiva" en las dos fases que, aunque es propia de la praxis anglosajona, no es desconocida para los mercados italianos. *Vid.* también EROLI, M., *I consorzi...*, cit., p. 12.

los valores que cada entidad debe asumir sobre la base del contrato que celebraron con el oferente. Tras notificar los resultados a las entidades colocadoras y al oferente, comunicará a Iberclear quiénes son los adjudicatarios de los valores que se ofertaban para que esta lleve a cabo la compensación y liquidación de la operación⁶⁷: abonará en la cuenta que el agente tiene por cuenta del oferente el importe de los valores adquiridos y cargará los valores. Estos valores serán a su vez abonados en las cuentas de las entidades participantes en Iberclear que hayan indicado los inversores. Todo ello en el caso, naturalmente, de que se trate de valores anotados, supuesto que es el habitual. Por último, abonará a las entidades aseguradoras por cuenta y en nombre del oferente las comisiones que se les adeuden⁶⁸.

3. La relación entre los intermediarios: el sindicato de colocación

40. Con el fin de simplificar el análisis, hemos partido, al definir la relación contractual que une al oferente con el intermediario en cada una de las distintas modalidades de colocación y aseguramiento, de la participación de un único intermediario. Sin embargo, la realidad es más compleja y, cuando las ofertas tienen una mínima entidad, los oferentes se sirven en la mayoría de los casos de una pluralidad de intermediarios. Esta circunstancia no altera el esquema contractual que hemos trazado en los puntos anteriores respecto de las relaciones *con* el oferente, pero a estas hay que sumar las relaciones que se van a establecer *entre* los intermediarios.

41. Las ventajas que ofrece la participación de una pluralidad de intermediarios tanto para las propias entidades como para el oferente, hacen que esta sea muy habitual en la práctica. Desde el punto de vista del oferente, permite beneficiarse de una clientela y una red de distribu-

67. Iberclear es el depositario español de valores, *i.e.* lleva el registro de los valores representados mediante anotaciones en cuenta cuando estos valores estén admitidos a negociación en las Bolsas españolas, en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, en AIAF Mercado de Renta Fija y en Latibex. Asimismo tiene la función de compensar y liquidar las operaciones realizadas sobre esos valores. *Vid.* art. 44 bis de la LMV.

68. Así se deduce de la lectura de los folletos registrados en la CNMV. Por ejemplo, en la ampliación de capital social del Banco Santander de 2008, actuó como agente Santander Investment SA y las funciones que desempeñó de acuerdo con el folleto fueron las siguientes: (i) las Entidades Participantes en Iberclear tenían que comunicar las suscripciones de acciones al agente y se preveía que en caso de que la demanda superase la oferta, llevaría a cabo el prorrateo conforme a las reglas que figuraban en el folleto; (ii) tenía la tarea de comunicar la asignación definitiva de las acciones a las entidades aseguradoras.; (iii) recibía el abono de los importes correspondientes y realizaba las gestiones para que se llevara a cabo la asignación de referencias de registro. *Vid.* el folleto registrado ante la CNMV el 11 de noviembre de 2008 pp. 46-50 y 52-55, accesible en www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={9764a4c1-56c3-4bdd-9ee6-51eb0debe80b}.

ción más amplia y así ofrecer una mejor imagen a los mercados. Para los intermediarios supone distribuir el riesgo que están soportando en la operación y que en ofertas de gran magnitud sería inasumible para una única entidad⁶⁹.

42. Generalmente, los intermediarios que participan en una misma oferta constituyen un sindicato de colocación para organizarse entre ellos –*agreement among underwriters*, en la terminología anglosajona–. Un sindicato de colocación es, pues, una agrupación de intermediarios que deciden coordinarse para la colocación y/o aseguramiento de los valores en una OPV⁷⁰.

69. Naturalmente, siempre que no se trate de una mera colocación porque en este caso los intermediarios no asumen el riesgo. Vid. CACHÓN BLANCO, E., *Los contratos de dirección...*, cit., p. 120; DE CARLOS BERTRÁN, L., *Régimen jurídico...*, cit., p. 391; FERNÁNDEZ DE ARAOZ, A., “Artículo 30...”, cit., pp. 846-847; VALMAÑA OCHAÍTA, M., *La responsabilidad...*, cit., p. 220

70. Como ha señalado la doctrina, por la mera participación de una pluralidad de entidades no existe un sindicato. Según señala FERNÁNDEZ DE ARAOZ, A., “Artículo 30...”, cit., p. 847, para entender que hay sindicato es necesario que medie un pacto que vaya más allá del mero reparto de los valores. Esto es, como pone de manifiesto DE CARLOS BERTRÁN, L., *Régimen jurídico...*, cit., p. 391, ha de tratarse de un pacto para cooperar. Vid. también GARRIGUES, J., *Los contratos...*, cit., p. 672; TAPIA SÁNCHEZ, M.R., *Ofertas pública de suscripción: un enfoque contractual*, tirant lo blanch, 2004, p. 223. En algunos mercados, caso del alemán o el suizo, los sindicatos se suelen configurar como sociedades externas –*Aussengesellschaft*–, frente a las sociedades internas que se suelen conformar en otros mercados. Vid. KRONKE, H./HAUBOLD, J., “Börsen...”, cit., p. 1442. Según pone de relieve HOPT, K., *Le banche...*, cit., p. 30, en la praxis internacional es cada vez más habitual que se articule el sindicato mediante una sociedad interna –*Innengesellschaft*–. Por su parte, BROCKMANN, O., *Die Kurspflegeverpflichtung...*, cit., p. 65, señala que tradicionalmente en Alemania se recurría al llamado *Einzelkonsortium* en el que la entidad directora se dirigía individualizadamente a cada uno de los otros intermediarios y concluía contratos separadamente con cada uno. Este esquema, que ha caído en desuso, nos recuerda la práctica de nuestros mercados, también hoy por hoy superada, de articular la operación mediante un esquema de cuentas en participación. En relación con la práctica suiza vid. HOPT, K., *Le banche...*, cit., p. 30. En los mercados italianos, cómo se configuren las relaciones internas entre los intermediarios depende de cómo se hayan establecido estas a su vez con el emisor –vid. SCORZA, G., “I consorzi...”, cit., p. 1131 y p. 1146–. Cuando la *capofila* actúa como mandataria del emisor, que es el caso más habitual, o como mandataria de los demás intermediarios, las relaciones entre estos se superponen a las relaciones de cada una de estas entidades con el emisor sin alterarlas. Así, estas relaciones, que son *res inter alios* para el emisor, se articulan a través de los llamados *patti consortili* y se hace de una manera similar a la que ya hemos tratado: cada entidad va a actuar en la distribución de los valores de manera independiente y el objeto de los pactos, que carecen de eficacia externa, es meramente el de la distribución de los riesgos que asumen –vid. EROLI, M., *I consorzi...*, cit., pp. 65-66; SCORZA, G., “I consorzi...”, cit., p. 1152 y 1154–. Si, por el contrario, el emisor contrata con una única entidad para la colocación de sus valores y es esta la que luego contacta con otros intermediarios para que presten su colaboración en la colocación –*associazione in partecipazione*–, la situación es distinta respecto a la descrita en el caso español. Por una parte, los intermediarios, a excepción de la *capofila*, no tienen relación alguna con el emisor. Por otra parte, las relaciones entre los restantes intermediarios en principio tampoco van a existir, porque cada uno de estos contrata individualmente con la *capofila*. No obstante, esta opción carece

43. En ocasiones, existe más de un sindicato por oferta. Típicamente en las ofertas transfronterizas en las que el tramo nacional cuenta con un sindicato y el internacional con otro o en las ofertas que combinan oferta pública con colocación privada, en las que para cada tipo de destinatario distribuye los valores un sindicato distinto⁷¹. Cuando se da este caso, se suele celebrar entre los intermediarios un contrato adicional que permite coordinar sus actuaciones. Este recibe la denominación en la terminología anglosajona de *intersyndicate agreement* y le son de aplicación las consideraciones que acabamos de hacer respecto al pacto de sindicación.

44. En todo caso, queremos reiterar una idea importante: el contrato de sindicación y, en su caso, el llamado *intersyndicate agreement* no modifican el esquema de las relaciones contractuales entre el oferente y los intermediarios. Estos contratos se superponen a los celebrados con el oferente y, aunque lo habitual sea que se instrumenten en un mismo documento, es necesario distinguir ambos planos.

4. La relación entre el intermediario y el inversor

45. Los inversores en los mercados de valores suelen servirse de intermediarios financieros para llevar a cabo sus transacciones, y las que realizan en el contexto de las ofertas públicas no son una excepción. Aunque cabe que sea el propio inversor, sin actuar a través de ningún intermediario, quien se dirija a una de las entidades colocadoras para adquirir los valores que se ofertan, lo habitual en las OPVs es que el inversor adquiera los valores objeto de la oferta sirviéndose de estas⁷². Para ello celebrará un contrato que tiene la naturaleza de un contrato de comisión: el intermediario-comisionista se encargará de presentar la aceptación por cuenta y en nombre del inversor-comitente. Esto es, la comisión que le encarga el inversor al intermediario es la de acudir a la oferta y presentar por él la aceptación por un número determinado de valores. Cuando el contrato quede perfeccionado, vinculará al oferente y al inversor⁷³.

de relevancia práctica dado el desuso en el que ha caído esta forma de articulación de la operación. Vid. EROLI, M., *I consorzi...*, cit., p. 29 y p. 34.

71. Un ejemplo de ello en nuestros mercados se puede encontrar en la OPV de BME: la oferta se divide en dos tramos, uno nacional y otro internacional, este último dirigido exclusivamente a inversores cualificados. Para cada uno de ellos se configura un sindicato de colocación y aseguramiento distinto. Vid. el folleto registrado el 29 de junio de 2006, nota núm. 32.

72. Vid. DE CARLOS BERTRÁN, L., *Régimen jurídico...*, cit., p. 381.

73. Vid. CACHÓN BLANCO, E., *Los contratos de dirección...*, cit., pp. 102-103; DE CARLOS BERTRÁN, L., *Régimen jurídico...*, cit., pp. 381-382.

46. En este contexto, en el que el inversor se sirve de un comisionista, son dos las situaciones que se podrían plantear.

En primer lugar, el inversor puede acudir a la oferta a través de su intermediario habitual y que este sea distinto a los intermediarios que están distribuyendo los valores. El intermediario actuará por su cuenta y en su nombre, canalizando su aceptación sin que se plantee ninguna complejidad más allá del hecho de que también el oferente está actuando a través de un intermediario, la entidad colocadora de que se trate, que con su actuación le vincula.

En segundo lugar, el inversor puede contratar, y este es el supuesto más habitual, a través del mismo intermediario encargado por el oferente de la colocación⁷⁴. Como hemos tenido ocasión de señalar, uno de los motivos por los que un oferente acude a los intermediarios para que distribuyan los valores es aprovechar su red de oficinas y su clientela, de manera que será muy frecuente que la entidad colocadora distribuya los valores entre sus clientes, actuando a su vez para ellos como intermediario. En estos casos, la entidad encargada de la colocación se dirige a sus propios clientes con los que ya le une un vínculo contractual, normalmente un contrato de cuenta corriente del mercado de valores, en el marco del cual la entidad les gestiona una cartera de valores. El intermediario propondrá al inversor la adquisición de los valores y, en su caso, celebrarán el contrato de comisión. En los folletos es una previsión habitual que las entidades colocadoras no cobren comisión alguna al inversor en su contrato de comisión con ellos con el fin de hacer más atractiva la adquisición de los valores⁷⁵.

47. El que el intermediario actúe como comisionista de dos comitentes distintos en una misma operación –oferente e inversor–, comprando por cuenta de uno lo que vende por cuenta de otro, plantea un problema evidente: se trata de un caso de autoentrada para el que se exige la autorización del primer comitente, en este caso el oferente⁷⁶. No obstante, según ha señalado la doctrina, hay motivos para entender que en las ofertas públicas esta autorización está genéricamente concedida. Fundamentalmente se dan para ello dos motivos. Por una parte, la función que cumplen las entidades colocadoras es precisamente poner en contacto al oferente con su clientela, luego si se prohibiera la autoentrada en estos casos se estaría negando la razón de ser de la intermediación. Por otra parte, no tiene sentido prohibir la autoentrada en supuestos en los que el precio y las condiciones de la transacción se encuentran prefijados como es el caso de las OPVs, cu-

74. *Vid.* DE CARLOS BERTRÁN, L., *Régimen jurídico...*, cit., p. 381.

75. *Vid.* DE CARLOS BERTRÁN, L., *Régimen jurídico...*, cit., p. 837.

76. Art. 267 Ccom. Llamando la atención sobre esta cuestión *vid.* DE CARLOS BERTRÁN, L., *Régimen jurídico...*, cit., p. 382; CACHÓN BLANCO, E., *Los contratos de dirección...*, cit., p. 102-103.

yas condiciones se encuentran en el folleto y no son disponibles para el comisionista-intermediario⁷⁷.

Esto no obsta para que exista un claro conflicto de interés entre el inversor y el intermediario. En el marco de la relación previa entre el intermediario y el inversor, es habitual que como contrato complementario al contrato de cuenta corriente el inversor reciba asesoramiento sobre sus inversiones⁷⁸. Es, por tanto, de esperar que el intermediario recomiende la adquisición de los valores objeto de la oferta, lo que supone un conflicto de interés toda vez que la remuneración que recibe como comisionista del oferente depende de los valores que coloque teniendo que asumir, en su caso, los que no coloque. Este interés puede chocar con el del inversor-comitente de hacer una buena inversión. Es claro que el intermediario tiene, por una parte, la obligación de cualquier comisionista de primar los intereses del comitente sobre los suyos propios y, por otra, la obligación de asesorar fielmente al inversor. En particular, el intermediario tiene la obligación, en la medida en que se trate de un inversor minorista, de informarse sobre sus conocimientos y su experiencia con la finalidad de recomendar los valores negociables que convengan a cada uno de sus diferentes clientes⁷⁹.

5. La relación entre el oferente y el inversor

5.1. Introducción

48. La OPV comienza con la decisión por parte del oferente de lanzar la oferta y culmina con la celebración de una pluralidad de contratos de suscripción o de compraventa de valores negociables entre el oferente y los inversores que acuden a la oferta. Desde una perspectiva económica, se trata de una única operación a través de la cual el oferente apela al ahorro público para lograr financiación, pero desde el punto de vista jurídico da lugar a múltiples contratos. En este epígrafe nos vamos a referir a esta última fase de una OPV en la que el oferente y los inversores quedan obligados uno frente a otro.

77. Vid. DE CARLOS BERTRÁN, L., *Régimen jurídico...*, cit., p. 382.

78. Sobre la cuestión del contrato de asesoramiento vid. CACHÓN BLANCO, E., *Los contratos de dirección...*, cit., pp. 176 y ss.

79. Así se establece en el art. 19.4 de la Directiva MIFID y en su norma de transposición, el art. 79 bis. 6 de la LMV, en contraposición con la ausencia de tal obligación cuando se trate de clientes profesionales. La definición del inversor minorista del art. 4.12 en relación con el art. 4.11 y el Anexo III de la Directiva MIFID –transpuesto en los arts. 78 bis. 3 y 78 ter de la LMV– es la misma a la que ya hicimos referencia cuando hablamos del inversor como consumidor, vid. *supra* núms. 14 y 15, pues precisamente el RD 1310/2005 se remite a estas disposiciones de la LMV.

5.2. ¿Cuándo quedan las partes obligadas? La naturaleza de la oferta.

49. Una de las cuestiones que más interés ha despertado entre nuestra doctrina es la naturaleza jurídica de la oferta pública, cuestión que condiciona el momento en el que se perfeccionan los contratos de suscripción o de compraventa con los inversores.

50. Para que una oferta pública sea una oferta en sentido técnico-jurídico es necesario, como ha señalado la doctrina civilista⁸⁰, que en ella figuren los elementos esenciales del futuro contrato, que se formule con la intención de obligarse y que se dirija a las personas con las que se de-sease contratar. En ese caso, con la aceptación de la oferta por parte de los inversores se perfeccionaría el contrato. Por el contrario, cuando la declaración del oferente no es más que una invitación a hacer ofertas, *i.e.* una *invitatio ad offerendum*, las solicitudes de los inversores no tienen la consideración de aceptaciones sino de oferta contractual y la perfección del contrato solo se produce con una nueva declaración del oferente⁸¹. El configurar la OPV como oferta en sentido técnico-jurídico está en manos del oferente, luego habrá que ir caso por caso⁸².

80. Vid. sobre las ofertas en sentido técnico jurídico y las ofertas en sentido económico en la doctrina DÍEZ-PICAZO, L., *Fundamentos del Derecho Civil patrimonial*, Vol. I, Civitas, 2007, pp. 330-336. Sobre la oferta de contrato se puede encontrar un estudio más amplio en CORRAL GARCÍA, E., *La oferta de contrato al público*, tirant lo blanch, 2002; CUADRADO PÉREZ, C., *Oferta, aceptación y conclusión del contrato*, Publicaciones del Real Colegio de España, 2003; MENÉNDEZ MATO, J.C., *La oferta contractual*, Aranzadi, 1998.

81. Vid. ALONSO UREBA, A., "Artículo 21...", *cit.*, p. 482; PALÁ LAGUNA, R., *Las ofertas públicas...*, *cit.*, p. 87, con más referencias.

82. Así, según DE CARLOS BERTRÁN, L., *Régimen jurídico...*, *cit.*, pp. 281-281, el principio que establece la LMV según el cual se puede recurrir a cualquier técnica para llevar a cabo la colocación de unos valores permite al oferente estructurar la oferta como una auténtica oferta contractual o como una *invitatio ad offerendum*. Esta misma opinión comparte CACHÓN BLANCO, E., *Derecho del mercado de valores*, Dykinson, 1993, p. 110, que afirma que, si bien cabría que la oferta se articulara como una oferta en sentido jurídico, en la práctica española lo habitual es que sea una *invitatio ad offerendum*. De acuerdo con esta postura, se haría necesario estudiar cada caso en concreto para saber si estamos ante una oferta en sentido jurídico o económico. Por su parte SÁNCHEZ ANDRÉS, A., *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, Civitas, 2008, p. 1284, señala que "en líneas generales son simples propuestas de contrato orientados a conseguir la adhesión de la otra parte" aunque, según añade, en más de un caso concreto podría discutirse si se trata de una *invitatio*. De acuerdo con TAPIA SÁNCHEZ, M. R., *Las ofertas...*, *cit.*, pp. 116-121 y 123-130, las OPVs, en principio, son ofertas contractuales en sentido técnico-jurídico. También entiende que se trata de una auténtica oferta contractual SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., "Artículo 28. Definición", en SÁNCHEZ CALERO, F. (Dir.), *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores. Comentario sistemático del RD 291/1992*, Editoriales de Derecho Reunidas SA, 1995, pp. 773 y ss., p. 788.

51. La discusión sobre la naturaleza de la oferta gira en torno a la interpretación que se hace, fundamentalmente, de dos cuestiones. De un lado, a partir de la existencia en las ofertas de una fase de prospección de la demanda –*book building*, en la terminología anglosajona–, en la que el precio no está fijado y el oferente “tantea” la demanda con el fin de fijarlo. De otro lado, de la opción por determinados métodos de adjudicación de los valores para los casos en los que la demanda de estos superase a la oferta. Se ha afirmado que la mera inclusión de tales cláusulas desvirtúa el posible carácter contractual de la oferta. Veamos qué papel juega la previa prospección de la demanda y los sistemas de adjudicación de los valores.

Por lo que respecta al *book building*, se puede afirmar que esta técnica se utiliza en una fase previa a la oferta propiamente dicha. Solo en el momento en que, a partir de las indicaciones de interés, el oferente fija el precio máximo comienza la fase de oferta en sentido jurídico. A partir de este momento las aceptaciones de los inversores pueden ser expresas o tácitas, *i.e.* a través de la no revocación de la solicitud realizada en periodo de prospección de la demanda, y perfeccionan el contrato de compraventa de los valores⁸³. Por lo tanto, la prospección de la demanda constituye una oferta en sentido económico, lo que no altera la naturaleza de la oferta, pues esta última se produce en una fase posterior.

En cuanto a los métodos de adjudicación de los valores, estos quedan establecidos en el folleto. Son tres los métodos típicamente usados en estos casos: método cronológico, prorrateo y método discrecional. Ni el criterio cronológico ni el discrecional plantean dudas. Cuando la adjudicación de los valores se realiza siguiendo un criterio cronológico nada impide considerar que se trata de una oferta en sentido técnico-jurídico, de manera que se van perfeccionando los contratos de suscripción o de compraventa según se van recibiendo las solicitudes de los inversores hasta que se agotan los valores y no se pueden celebrar más contratos. Cuando la adjudicación se realiza de manera discrecional por parte del oferente a partir de las solicitudes de los inversores, no puede considerarse que su declaración inicial sea una oferta y que el contrato se perfeccione con cada solicitud. Lo contrario supondría dejar el cumplimiento de los contratos al arbitrio de uno de los contratantes.

Sin embargo, sí que se plantean dudas cuando el sistema utilizado es el prorrateo, esto es, cuando se adjudican los valores en proporción a los que hubieran sido solicitados por cada inversor. En estos casos, según afirmaba parte de la doctrina, uno de los elementos esenciales está sin determinar, *i. e.* la cosa, pues el número de valores que va a recibir el inversor va a depender de la demanda en la OPV⁸⁴. Esta

83. *Vid.* DE CARLOS BERTRÁN, L., *Régimen jurídico...*, *cit.*, pp. 288-291.

84. *Vid.* PALÁ LAGUNA, R., *Las ofertas públicas...*, *cit.*, pp. 92-93 y 98-100.

interpretación, como ha señalado otro sector de la doctrina, no parece la más adecuada: la falta de determinación del número de valores que van a corresponder a cada inversor no altera el carácter contractual de la oferta pues la indeterminación de la cantidad no es un obstáculo para la existencia del contrato siempre que sea posible determinarla sin necesidad de un nuevo convenio entre las partes, *ex* artículo 1273 CC. El sistema de adjudicación, como todos los demás elementos de una OPV, se encuentra predeterminado y es conocido por el inversor a través de su inclusión en el folleto, de manera que no cabe considerar que se esté dejando la contratación al arbitrio de una de las partes⁸⁵.

Nótese que no es inhabitual es que una misma oferta se combinen varios métodos de adjudicación para cada uno de los diferentes tramos, por ejemplo un método para el tramo dirigido a inversores minoristas y otro para el tramo dirigido a inversores cualificados, de manera que el momento de perfección del contrato varía en cada uno de ellos⁸⁶.

5.3. El contrato resultante

5.3.1. Introducción

52. Los inversores que desean adquirir los valores que se ofertan cursan sus solicitudes a través de sus intermediarios y se adhieren, así, a un contrato cuyas cláusulas vienen predispuestas por el oferente y figuran en el folleto informativo⁸⁷. Como ya hemos adelantado, este contrato tiene la naturaleza jurídica de un contrato de suscripción o de compraventa cuyo objeto son los valores negociables. En estos con-

85. *Vid.* DE CARLOS BERTRÁN, L., *Régimen jurídico...*, *cit.*, pp. 284-285; TAPIA SÁNCHEZ, M. R., *Las ofertas...*, *cit.*, pp. 124-125.

86. Sirva como ejemplo de ello la OPV lanzada por al Banco Santander a la que ya nos hemos referido, que constaba de tres fases o tramos. Una primera fase tras la asignación de los derechos de suscripción preferente en la que sería posible vender estos o bien ejercitarlos para adquirir acciones de nueva emisión. Los inversores interesados podrían durante esta fase solicitar acciones adicionales por si en esta fase la totalidad de las acciones no quedaran suscritas. Una segunda fase que se abriría únicamente caso de que existieran acciones sobrantes. En esa fase se distribuirían las acciones entre aquellos inversores que las hubieran solicitado expresamente. Si la demanda de acciones superara a la oferta, se practicaría un prorrateo proporcional. Una tercera fase que se abriría solamente de existir acciones sobrantes tras la fase anterior. Durante esta, los inversores cualificados interesados podrían presentar propuestas de suscripción. El Banco decidiría discrecionalmente a cuáles de estos inversores asigna las acciones. En cada uno de los tramos el momento de perfección del contrato será distinto de acuerdo con las consideraciones que estamos realizando.

87. Los folletos informativos recogen dos tipos de información: información que podemos denominar financiera, relativa a la situación económica y financiera del emisor de los valores, e información contractual, relativa a los valores que se ofertan y a las condiciones de la propia oferta. *Vid infra* Capítulo Segundo núm. 14 sobre esta cuestión. En este punto nos estamos refiriendo a la información contractual contenida en el folleto.

tratos, además de las obligaciones principales que de él derivan, *i.e.* entrega de los valores y pago del precio, aparece con frecuencia una obligación adicional del oferente que tiene especial relevancia, que es la solicitud de admisión a cotización de los valores objeto de la oferta en un mercado organizado.

5.3.2. El contrato resultante como contrato de adhesión

53. La contratación en los mercados de valores es una manifestación clara de contratación en masa en que consideraciones de eficiencia hacen necesaria la estandarización de las condiciones en las cuales se contrata⁸⁸. Es más, los mercados de valores se caracterizan por exigir un nivel mayor de estandarización que el resto de los mercados. Ello es consecuencia, de un lado, de la necesidad de liquidez en estos y, de otro lado, del “anonimato” de los mercados secundarios de valores, en los que ni se sabe quién es la contraparte contractual ni es relevante saberlo⁸⁹.

54. El caso de las ofertas públicas es un ejemplo de lo que afirmamos: se trata de negocios jurídicos complejos que dan lugar a una pluralidad de contratos, lo que hace inviable que el emisor negocie individualmente con cada uno de los inversores el clausulado del futuro contrato. La única manera de lograr financiación apelando a los mercados es mediante la predisposición por parte del oferente de los valores de unas condiciones estándar al público, que podrá o no concurrir bajo estos presupuestos a la apelación hecha a su ahorro. La aceptación de los múltiples inversores conduce a la celebración de una pluralidad de contratos de suscripción o compraventa de valores negociables en las condiciones preestablecidas en el folleto informativo. Se trata, por tanto, de contratos de adhesión⁹⁰.

88. *Vid.* sobre la función económica que cumplen las cláusulas predispuestas para la estandarización de la contratación ALFARO ÁGUILA-REAL, J., *Las condiciones generales de la contratación: estudio de las disposiciones generales*, 1991, pp. 28 y ss.; ALFARO ÁGUILA-REAL, J., “Función económica y naturaleza jurídica de las condiciones generales de la contratación”, en MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A./DÍEZ PICAZO, L. (Dir.), *Comentarios a la Ley sobre condiciones generales de la contratación*, Civitas, 2002, pp. 75-93, pp. 76-79.

89. *Vid.* en relación con la cuestión de la estandarización en los mercados de valores OLEO BANET, F., “Artículo 4: Tipos contractuales excluidos del ámbito de aplicación de la Ley” en MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A./DÍEZ PICAZO, L. (Dir.), *Comentarios a la Ley sobre condiciones generales de la contratación*, Civitas, 2002, pp. 230-263, p. 260.

90. Cabe interpretar que los contratos celebrados con los inversores son contratos sometidos a condiciones generales de la contratación, pues algunas de las condiciones que se contienen en el folleto informativo pueden calificarse de condiciones generales de la contratación en sentido técnico. Por ello, nos encontraríamos dentro del ámbito de aplicación de la normativa especial en materia de condiciones generales de la contratación, recogida en la Ley 7/1998, de 13 de abril, sobre condiciones generales de la contratación (LCGC) y, en la medida en que el inversor tenga la consideración de consumidor, en materia de cláusulas abusivas, recogida en la LGDCU. Como señala ALFA-

5.3.3. Las partes en el contrato y folleto

55. En el mercado primario en España el oferente es, en la inmensa mayoría de los casos, el emisor. Por lo tanto, es este quien, en los múltiples contratos de compraventa que se celebran, asume la posición de vendedor frente a los inversores adquirentes. Es asimismo quien elabora el folleto. Son supuestos que desde el punto de vista de las obligaciones que se asumen frente a los inversores no plantean problemas: un mismo sujeto, *i.e.* el emisor, es al mismo tiempo el responsable de la información del folleto y la contraparte contractual de los inversores.

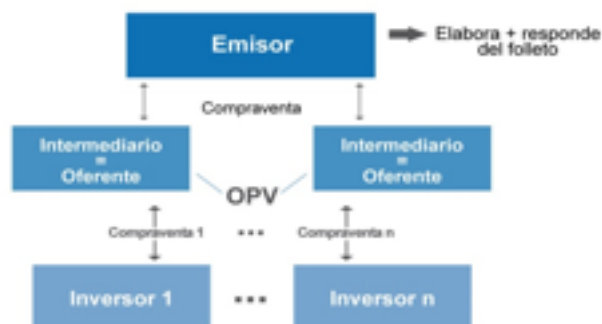
56. No modifica esta situación, en principio, el tipo de intermediación por la que se haya optado. Cuando la intermediación es de mera colocación o de aseguramiento las entidades que participan actúan, por lo general, por cuenta y en nombre del oferente, de manera que este último es quien asume las obligaciones frente a los inversores. Por supuesto, es también él mismo quien elabora y responde de la exactitud del folleto.

RO ÁGUILA-REAL, J., "Artículo 1. Ámbito objetivo", en MENÉNEZ MENÉNDEZ, A./DÍEZ PICAZO, L. (Dir.), *Comentarios a la Ley sobre condiciones generales de la contratación*, pp. 97-141, p. 98, las expresiones "contratos sometidos a condiciones generales de la contratación" y "contratos de adhesión" son sinónimos y nos indican cuál es el ámbito de aplicación de la LCGC. *Vid.*, en este mismo sentido, BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, R., "Artículo 1. Ámbito objetivo", en BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, R. (Dir.) *Comentarios a la Ley de condiciones generales de la contratación*, Aranzadi, 2000, pp. 23-36, pp. 35-36. Aunque algunas cláusulas predispuestas que se contienen en el folleto pueden, como decimos, reunir las características propias de las condiciones generales de la contratación, *i.e.* contractualidad, generalidad, predisposición e imposición –*vid.* por todos ALFARO ÁGUILA-REAL, J., "Artículo 1...", *cit.*, pp. 97 y ss. – y los contratos de los que nos estamos ocupando no se encuentran excluidos del ámbito de la LCGC *ex art.* 4 LCGC *a sensu contrario* – si bien parte de la doctrina ha considerado que, aunque no excluidos expresamente, este tipo de contratos ha de quedar al margen de la aplicación del sistema, *vid.* RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., "El ámbito de aplicación de la Ley 7/1998, de 13 de abril, de condiciones generales de la contratación", en ESPIAU ESPIAU, S.(Dir.), *Las condiciones generales de la contratación y la Ley 7/1998, de 13 de abril*, Marcial Pons, 1999, pp. 51-92, p. 58–, entendemos que esta normativa especial va a quedar, en todo caso, desplazada en lo fundamental por la normativa del mercado de valores.



57. En el caso de la asunción en firme son los propios intermediarios los que, a través de una compraventa de valores previa, adquieren la titularidad de los valores y asumen en la oferta pública la posición del oferente. Por lo tanto, cabe que sean ellos quienes se encarguen de elaborar el folleto y quienes respondan, en consecuencia, de su contenido. No obstante, generalmente será el emisor quien elabore el folleto. En tal caso, aunque los intermediarios quedarían contractualmente obligados, sería el emisor quien respondería del contenido del folleto.

Mercado primario: asunción en firme



58. En el mercado secundario, el emisor no será por regla general el oferente, caso típico de las ofertas en que la sociedad emisora actúa por cuenta y en nombre de sus accionistas ofreciendo los valores de los que estos últimos son titulares. Sin embargo, es igualmente habitual que sea el emisor quien elabore el folleto y responda de su contenido. Son,

por tanto, supuestos en los que se produce un desdoblamiento entre la persona que elabora el folleto y responde de su contenido y las personas que quedan contractualmente obligadas frente a los inversores.



6. Las relaciones entre los inversores en el mercado secundario

59. La oferta pública finaliza en el momento en que, celebrados los contratos de compraventa entre el oferente y los inversores, este entrega los valores a los adquirentes, recibe de los inversores el dinero y, en su caso, solicita la admisión a negociación en un mercado⁹¹. A partir de ese momento, los inversores que hayan adquirido los valores en la oferta podrán celebrar nuevos contratos de compraventa en el mercado secundario cuyo objeto serán esos mismos valores. Aunque la oferta propiamente dicha haya finalizado para ese momento, durante un plazo de doce meses desde la fecha de publicación del folleto los inversores que adquieran esos mismos valores en el mercado secundario pueden confiar en la información contenida en el folleto que se elaboró con objeto del lanzamiento de la OPV para tomar la decisión de inversión⁹². Así, la

91. La entrega de los valores se puede producir mediante la entrega física o, más frecuentemente, a través de la anotación en los registros contables de una entidad como Iberclear. La cuestión de las anotaciones y del pago de los valores, como ejecución del contrato ya perfeccionado, también aparecen con gran detalle en los folletos informativos. *Vid.* a modo de ejemplo el folleto registrado con ocasión del aumento de capital social del Banco Santander, nota núm. 53, p. 55.

92. Art. 27 del RD 1310/2005. *Vid. infra* Capítulo Segundo núms. 53 a 55 en más detalle

protección que proporciona este no solo cubre a los inversores que adquieren directamente en la oferta y que son, por tanto, la contraparte contractual del oferente, sino también a todo inversor que durante ese plazo acude al mercado secundario y adquiere en él esos mismos valores.

III. RECAPITULACIÓN

60. A lo largo de estas páginas hemos tratado de plasmar, sumariamente y de manera introductoria, el juego de relaciones que se establecen entre los sujetos que participan en una operación tan compleja como esta. En este epígrafe vamos a recapitular brevemente las ideas más importantes de manera que tengamos en mente la posición jurídica de cada sujeto frente a los demás que intervienen en la OPV.

61. *El Oferente.* Hemos señalado que el oferente, que no es necesariamente el emisor de los valores, es quien lanza la OPV. Él es el titular de los valores y quien va a quedar contractualmente obligado frente a los inversores. Cabe, no obstante, que se sirva para el lanzamiento de la oferta pública de un comisionista que actúe por su cuenta y en su nombre. El caso típico son las OPV lanzadas por una sociedad por cuenta y en nombre de sus accionistas. En estos supuestos la particularidad se halla en el hecho de que es posible y probable que sea la sociedad emisora quien elabore y responda del contenido del folleto, mientras que los oferentes-accionistas son quienes quedan obligados frente a los inversores.

62. *Los intermediarios.* La libertad de colocación asegura al oferente la posibilidad de elegir el método de distribución de los valores que más convenga a sus intereses. El único requisito necesario es que la elección quede claramente especificada en el folleto, de manera que los inversores tengan acceso a esa información.

Cuando la intermediación es de mera colocación o de aseguramiento, el intermediario actúa como comisionista del oferente y, generalmente, contrata con los inversores en nombre de este. El resultado es que el titular de los valores es quien queda obligado en los contratos celebrados por el intermediario. En todo caso, si la actuación se realizase en nombre propio, el folleto informativo daría cuenta de tal circunstancia y el inversor desde el primer momento tendría conocimiento de que su contraparte contractual es el intermediario, aunque el titular de los valores sea una persona distinta.

En los casos más inhabituales, al menos en los mercados españoles, en que se optase por una asunción en firme, el intermediario adquiere

los valores del emisor para luego revenderlos a los inversores. El intermediario adquirente asume en la nueva oferta el papel de oferente y la situación es similar a la de la sociedad que lanza la oferta por cuenta de sus accionistas: es, en principio, el emisor quien elabora el folleto y responde de su contenido.

En las ofertas de una mínima importancia, no participa una sola entidad en la distribución de los valores sino una pluralidad de ellas, que se organizan en un sindicato. El contrato de sindicación que se celebra entre los intermediarios se superpone a las demás relaciones que se han establecido sin alterarlas.

La enorme complejidad de las OPVs hace que el oferente necesite de la intervención de otras entidades para la realización de tareas distintas a la propia distribución de los valores. Nos hemos referido a los contratos que celebra con el banco agente y con la entidad directora. Esta última, además de asumir las obligaciones que deriven del contrato de dirección, asume *ex lege* la obligación de verificar la información contractual contenida en el folleto. La naturaleza de las funciones que desempeñan estas dos entidades hace que no establezcan ningún tipo de relación con los inversores.

Los inversores, a su vez, también acuden a la oferta a través de unos intermediarios que actúan como comisionistas de estos. Habitualmente, el comisionista del inversor es asimismo una de las entidades colocadoras que actúa como comisionista del oferente. Los intermediarios contratan en nombre de los inversores, de manera que son estos últimos los que asumen obligaciones frente al oferente.

63. Los Inversores. La oferta pública culmina con la celebración entre el oferente y los inversores que acuden a ella de múltiples contratos de suscripción o compraventa cuyo objeto son los valores negociables ofertados. Las solicitudes de los inversores suponen la adhesión a un contrato cuyas condiciones figuran en el folleto informativo.

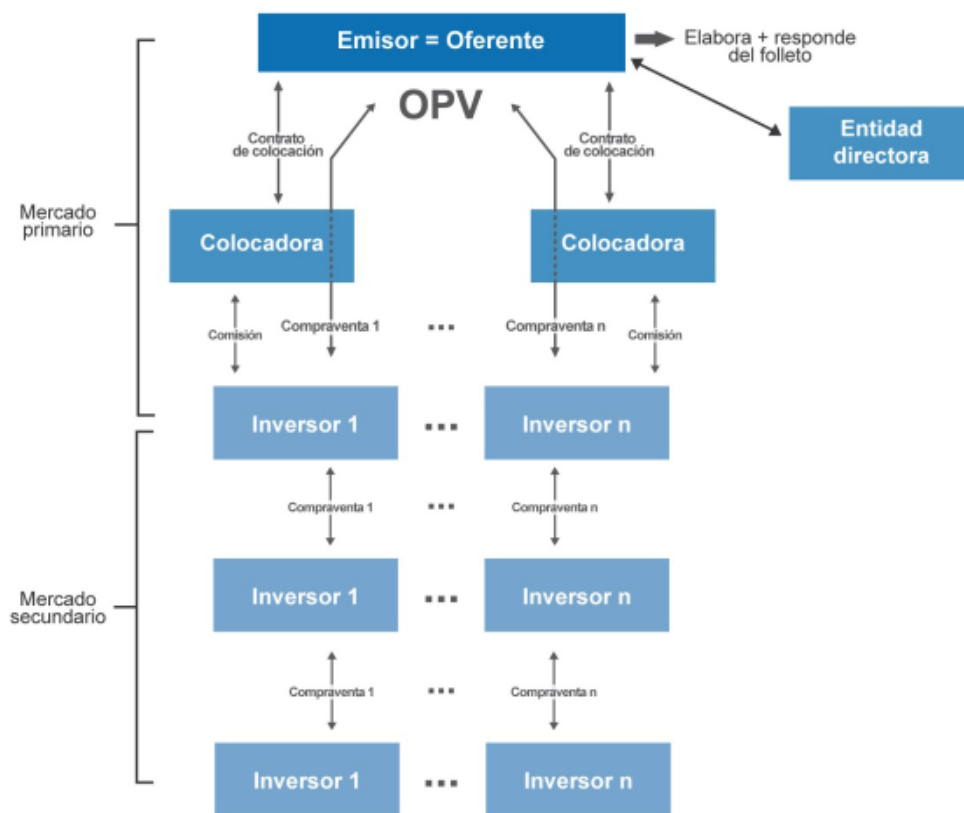
Los inversores a los que se dirige la oferta son inversores minoristas. Esta categoría no es perfectamente coincidente con la de consumidor a efectos de la normativa específica. No obstante, lo habitual es que el inversor minorista sea un consumidor.

Los nuevos titulares de los valores pueden venderlos a continuación en el mercado secundario a otros inversores y, si esta nueva compraventa se realiza dentro de los doce meses siguientes a la publicación del folleto, el inversor puede válidamente confiar en la información contenida en este documento para tomar su decisión de inversión.

64. Por último, puede señalarse que, aunque nos hemos tratado de centrar en la práctica habitual de los operadores en los mercados espa-

ños, lo cierto es que cada oferta se puede configurar de una manera distinta, lo que exige un análisis caso por caso. Con todo, lo relevante es que el inversor conoce de antemano las circunstancias concretas pues estas figuran en el folleto, con lo que cuentan con este “mapa” de relaciones antes de contratar.

Esquema tipo de una OPV en los mercados españoles



CAPÍTULO SEGUNDO

LAS OPVs Y LA DISCIPLINA DEL MERCADO DE VALORES

I. LA OPV COMO NEGOCIO JURÍDICO DEL MERCADO DE VALORES

1. Las OPVs, en tanto que negocios jurídicos del mercado de valores, tienen por objeto valores negociables y se realizan bien en el seno de un mercado bien con vinculación a este⁹³. Hablar de “negocio jurídico del mercado de valores” para referirnos a las OPVs tiene la virtud de poner de relieve que les resulta de aplicación la normativa reguladora del mercado de valores, esto es, el conjunto de normas tanto de naturaleza jurídico-pública como de naturaleza jurídico-privada que la componen. Que el Derecho del mercado de valores esté compuesto de normas de distinta naturaleza es fácilmente explicable si atendemos fundamentalmente a dos factores. En primer lugar, se trata de una normativa que pretende proporcionar una regulación global de un sector económico, por lo que es natural que en ella confluyan normas de distinta naturaleza⁹⁴. En

93. Vid. CACHÓN BLANCO, E., *Derecho del mercado de valores*, Dykinson, 1993, pp. 14-15 y 22-23. Aunque existen negocios jurídicos o contratos del mercado de valores cuyo objeto no son valores negociables sino instrumentos financieros, categoría más amplia que la de valores negociables, a nuestros efectos no resulta relevante en la medida en que el objeto de las OPVs ha de ser siempre valores negociables, quedando excluidos contratos de futuros o de opciones ex art. 1.2 RD 1310/2005.

94. Por ello, como señala TAPIA HERMIDA, A., *Derecho del mercado de valores*, Cálamo, 2003, pp. 16-17, una de las notas caracterizadoras del Derecho del mercado de valores es la heterogeneidad, en referencia al contenido jurídico heterogéneo de las normas que componen este sector del ordenamiento.

segundo lugar, se trata de un sector en el cual, sobre los intereses de los particulares, se superpone el interés público, en la medida en que el buen funcionamiento del mercado de valores resulta esencial para el funcionamiento del sistema económico en su conjunto⁹⁵.

2. A lo largo de las páginas que siguen, vamos a referirnos al conjunto de normas tanto de naturaleza jurídico-privada como de naturaleza jurídico-pública que concurren en la regulación de las OPVs y al que se denomina régimen del folleto. En primer lugar, nos ocuparemos de las normas regulatorias cuya pieza esencial es, como veremos, el principio de transparencia informativa. Este principio se concreta en el caso de las OPVs en la obligación de presentar ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) un folleto informativo con información sobre el emisor de los valores y sobre los términos de la oferta de forma previa al lanzamiento de esta. En segundo lugar, haremos referencia a las normas de naturaleza jurídico-privada que, por su carácter especial, desplazan en su ámbito de aplicación a las normas de Derecho privado común o general. Este es el caso, en particular, de la responsabilidad civil derivada del folleto, que constituye el punto central del capítulo.

II. LA INFORMACIÓN EN LOS MERCADOS DE VALORES: EL RÉGIMEN JURÍDICO ADMINISTRATIVO DEL FOLLETO

1. El principio de transparencia informativa

1.1. Información y mercados

3. Desde la perspectiva de las normas de naturaleza jurídico-pública, la reglamentación de los mercados de valores se lleva a cabo a través de lo que se ha denominado “normas de estructura”, relativas a las exigencias de capital, solvencia o liquidez que se establecen para las entidades que operan en este ámbito, y “normas de comportamiento”, mediante las que se imponen obligaciones de información a los participantes en los mercados⁹⁶. Estas últimas resultan esenciales en la regulación de los

95. En estos términos se expresan CARBAJALES, M., *La regulación del mercado financiero. Hacia la autorregulación del Mercado de Valores*, Marcial Pons, 2006, pp. 26 y ss. y 85 y ss. ; JIMÉNEZ-BLANCO, A., *Derecho Público del Mercado de Valores*, Centro de Estudios Ramón Areces, 1989, pp. 50-62. *Vid. infra* núm. 7 más extensamente sobre la cuestión.

96. *Vid.* SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “La nueva legislación del mercado de valores (fundamentos económicos y jurídicos para la regulación de la materia)”, en SÁNCHEZ CALEIRO, F. (Dir.), *Perspectivas actuales de Derecho mercantil*, Aranzadi, 1995, pp. 91-119, p. 113 y ss.

mercados de valores hasta el punto que se suele afirmar que el principio fundamental sobre el que pivota la normativa en este sector es el principio de transparencia informativa –*full disclosure*–⁹⁷.

4. La importancia de la información en estos mercados explica que este sea el principio básico de la normativa y justifica la imposición de normas que exijan de los participantes en los mercados que la proporcionen. A diferencia de lo que ocurre en otros sectores, las características de los bienes que se negocian en los mercados de valores no permiten que estos sean valorados por los inversores más que mediante la información sobre la situación económica y financiera del emisor, y los caracteres concretos de los valores que se emiten⁹⁸. Esta información aparece reflejada en los precios que en último término serán la referencia de los inversores, al menos de los inversores minoristas, a la hora de adoptar decisiones de inversión. Una adecuada formación de los precios exige que la información sea correcta, completa y esté actualizada.

5. Si la importancia del papel que desempeña la información en los mercados de valores es evidente, en la medida en que de esta depende la adecuada formación de los precios de los valores, no es menos claro que la presentación de esta información debe tener carácter obligatorio –y no meramente voluntario– para los operadores que participen en los mercados⁹⁹. Este carácter obligatorio se justifica, por una parte, por ser

97. Este principio tiene su origen en la *Securities Act* (SA) y la *Securities Exchange Act* (SEA), de 1933 y 1934 respectivamente, normativa que vio la luz tras el Crack del 29 en EEUU y cuya finalidad fue evitar que se volvieran a producir los excesos de las décadas precedentes. En España este principio solo se consagra con la promulgación de la LMV en 1988. *Vid.* al respecto CARBAJALES, M., *La regulación...*, *cit.*, p. 92 y pp. 225 y ss.; DE CARLOS BERTRÁN, L., *Régimen jurídico...*, *cit.*, pp. 81-82, pp. 94-95.

98. Como señala SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “La nueva legislación...”, *cit.*, p. 102, de ello se deduce que el error sobre el valor de la cosa –el valor del valor– es en realidad un error sobre la propia cosa.

99. Somos conscientes de que esta “evidencia” que señalamos ha sido largamente discutida por la doctrina durante décadas. A lo que pretendemos hacer referencia es a la plena aceptación en la actualidad de este principio de *mandatory disclosure* por la doctrina mayoritaria y poner de relieve que este es el modelo seguido por los ordenamientos jurídicos de los Estados que cuentan con mercados desarrollados. Sin embargo, también es cierto que en los últimos años, si bien en unos términos algo distintos, el debate se ha reabierto: la alternativa a la *mandatory disclosure* que se propone ya no es confiar en los incentivos para que la información se proporcione voluntariamente sino dejar a los emisores la posibilidad de elegir qué régimen de transparencia quieren que se les aplique. Esto es, permitir en este campo la autonomía de la voluntad conflictual. Evidentemente existen diferencias entre el debate anterior y el actual, en la medida en que lo que ahora se plantea no supone que no exista ninguna obligación de información sino que el emisor pueda elegir, entre el elenco que ofrecen los distintos ordenamientos jurídicos, las obligaciones a las que desea ajustarse. No obstante lo anterior, el punto central sigue siendo el mismo: dado que habrá regímenes más exigentes que otros, se aboga por la conveniencia de permitir a los emisores elegir el nivel al que quieren informar. *Vid.* FOX, M.B., “Retaining mandatory securities disclosure: why issuer choice

los mercados de valores en los que existe una fuerte asimetría informativa entre los operadores que participan. Los problemas que ello conlleva se ven agravados en el caso de los negocios minoristas porque, de un lado, los inversores-consumidores pueden no tener la capacidad de obtener la información –o solo pueden obtenerla a un alto coste– y, de otro lado, al no ser habitual que repitan la contratación, tienen experiencia limitada respecto del emisor y del tipo de contrato, lo que limita la posibilidad de obtener los datos necesarios para tomar decisiones de inversión¹⁰⁰. A esto se añade que la solución más eficiente es que sean los propios emisores los que proporcionen la información en la medida en que son ellos los que están en mejor situación para hacerlo¹⁰¹. La solución contraria, *i.e.* dejar en manos del inversor la “responsabilidad” de obtener la información, supondría forzar a los inversores a iniciar una investigación acerca de la situación de los distintos operadores que resultaría muy costosa e insuficiente.

Por otra parte, incluso aunque asumamos que los operadores tienen incentivos para presentar la información de forma voluntaria, la existencia de normas que impongan su presentación tiene la ventaja de garantizar que todos los operadores proporcionen los mismos datos. De esta manera la información que llega a los inversores está estandarizada, lo que facilita a estos la comparación de la información producida por los distintos operadores y con ello la toma de decisiones lo que, en último término, redundará en una mejora de la eficiencia en la asignación¹⁰².

is not investor empowerment”, *Virginia Law Review*, núm. 85, 1999, pp. 1335-1419, pp. 1339-1349. Al introducir esta cuestión un elemento de internacionalidad que resulta ajeno a la aproximación de este capítulo, preferimos en este punto simplemente llamar la atención sobre el tema y remitirnos al Capítulo Tercero donde se tratará el asunto con más detalle.

100. *Vid.* CARBAJALES, M., *La regulación...*, *cit.*, pp. 16-17. Como señala el autor y se pondrá de relieve a lo largo de estas páginas, la regulación en el mercado minorista es mucho más intensa que en el mayorista. Ejemplo de ello es, sin ir más lejos, la normativa referida al folleto informativo, que pretende garantizar que el inversor-consumidor tenga suficiente información antes de proceder a la adquisición de valores en una OPV. *Vid. infra*. núm. 7.

101. Como señala HELLGARDT, A., “Mandatory disclosure” en BASEDOW, J./ HOPT, K./ ZIMMERMANN, R. (Eds.), *Max Planck Encyclopaedia of European Private Law*, Vol. II, Oxford University Press, 2012, pp. 1118-1121, en términos muy simples y fácilmente comprensibles, son las sociedades las que son las “productoras” de las circunstancias de las que se va a informar, de modo que es claro que es más eficiente que sean ellas las que proporcionen la información. *Vid.* en este mismo sentido GRUNDMANN, S., *European company law: organization, finance and capital markets*, Intersentia, 2007, p. 403.

102. Insisten en el argumento de la comparabilidad como justificación de las obligaciones de información GRUNDMANN, S., *European company...*, *cit.*, p. 404; HERTIG, G./ KRAAKMAN, R./ ROCK, E., “Issuers and Investor Protection”, en KRAAKMAN, R./ ARMOUR, J./ DAVIES, P./ ENRIQUES, L./ HANSMANN, H./ HERTIG, G./ HOPT, K./ KANDA, H./ ROCK, E., *The anatomy of Corporate Law. A comparative and functional approach*, Oxford, 2009, pp. 275-304, p. 278-279.

Por último, también se ha mantenido que un sistema sustentado en una información que los operadores proporcionan voluntariamente no genera confianza y con su ausencia faltaría el elemento esencial en el funcionamiento del mercado¹⁰³.

6. Este modelo de regulación del mercado de valores, que se inspira en el principio de *full disclosure* y que está caracterizado por exigir la presentación de información predeterminada, se complementa con: (i) un sistema de autorización y difusión de la información para que sea accesible a todos los inversores, encargado a órganos independientes; (ii) sanciones adecuadas y un sistema de *enforcement*, por cuanto la eficacia de este sistema va a depender, en buena medida, de los remedios con las que cuente cada ordenamiento para garantizar el cumplimiento de los requisitos de información.

1.2. Objetivos de política legislativa

7. A través de estas obligaciones que se impone a los intervinientes en el mercado de proporcionar determinada información acerca de su situación económica y financiera y de los valores que tienen admitidos a negociación o que ofertan a los inversores, se pretenden alcanzar fundamentalmente dos objetivos de política legislativa:

Por una parte, se busca mejorar la eficiencia de los mercados. La información pública permite la correcta formación de los precios y así garantiza la asignación de los recursos a los “mejores” proyectos. Esto es, a mayor información, más fielmente refleja el precio del valor negociable su valor real, lo que a su vez repercute en una mejora en la elección de los proyectos por parte de los inversores. De esta manera, la existencia de información pública no supone meramente una mejora en la eficiencia en la asignación del capital, sino que también repercute en la economía real, en la medida en la que contribuye a que sean los “mejores” proyectos los que se lleven a cabo¹⁰⁴. En este sentido, el Derecho del mercado de

103. Como señala GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J., “Cross Border Listed Companies”, *Recueil des Cours*, Vol. 328, 2007, pp. 71-72, los mercados son lugares donde los particulares intercambian dinero a cambio de promesas; este comportamiento resulta explicable únicamente a través de la idea de confianza. *Vid.* PAZ-ARES, C., “El gobierno corporativo como estrategia de creación de valor”, *InDret*, Working Paper núm. 182, 2004, p. 3, haciendo esta misma reflexión desde el punto de vista del gobierno corporativo. A partir de esta, diversos autores han argumentado que la confianza en el funcionamiento de los mercados de valores depende de que la información que se presenta tenga un carácter obligatorio. *Vid. inter alia* FERRAN, E., *Building an EU securities market*, Cambridge University Press, 2004, p. 38.

104. *Vid.* FOX, M. B., “Retaining mandatory...”, *cit.*, pp. 1358-1360 y 1415-1416. El autor va más allá y mantiene que la función fundamental de las normas sobre *disclosure* no es la protección del inversor y ni siquiera la eficiencia de los mercados sino la promoción de la economía real.

valores cumple una función de naturaleza *supraindividual* en un ámbito en el que existen fuertes intereses públicos en juego¹⁰⁵.

Por otra parte, a través de las obligaciones de información se busca la protección del inversor. En estos mercados, en los que existe una fuerte asimetría informativa, proporcionar al inversor la información necesaria supone poner a su disposición los elementos de juicio necesarios para decidir qué riesgos quiere asumir y que tome decisiones de inversión informadas.¹⁰⁶ En los casos en que se trate de un inversor minorista, en principio carente de la formación necesaria para analizar y comprender la información que se proporciona, la protección que se le otorga es en cierto modo mediata: a través de las corrientes inversoras que se generan en el mercado sobre la base de la información difundida y que se acaban por plasmar en el precio de los valores¹⁰⁷. Por lo tanto, a la función anterior que señalábamos se suma otra de naturaleza puramente *individual*.

8. La preocupación por la transparencia en los mercados se ha manifestado en los últimos años dentro del seno de la UE en la adopción de un conjunto de Directivas que regulan la obligación de los operadores de proporcionar información¹⁰⁸. De forma sintética podemos decir que tanto

105. HERTIG, G./KRAAKMAN, R./ROCK, E., "Issuers...", *cit.*, pp. 279-280, se refieren a los numerosos estudios empíricos que demuestran el efecto que producen las obligaciones de información en términos de reducción del coste de capital, volatilidad en los retornos de las inversiones, o crecimiento de los mercados de capitales, entre otras magnitudes. Los mismos autores insisten en el efecto de las obligaciones de información sobre las distintas estrategias de gobierno corporativo: facilitan el ejercicio de derechos por parte de los accionistas y el *enforcement* de reglas y estándares.

106. Cuando se dice que el objetivo que se pretende alcanzar a través de esta normativa es el de protección del inversor esto no implica que lo que se busque sea garantizar que el inversor no va a sufrir pérdidas: es evidente que cualquier inversión supone un riesgo. Por el contrario, la protección al inversor, como decimos, en lo que consiste es en que se le proporcionen elementos de juicio suficientes como para que pueda decidir si quiere o no asumir esos riesgos. *Vid.* en este sentido cdo. 19 de la Directiva de Folletos.

107. Volveremos más adelante sobre esta cuestión. *Vid. infra* núm. 16 y 50.

108. La normativa vigente se ha elaborado en ejecución del Plan de Acción para los Servicios Financieros (PASF) de 1999, cuyo objetivo es el logro de un mercado único de servicios financieros. En este marco se creó un Comité de sabios que en 2001 presentó su informe final, conocido como el Informe Lamfalussy –accesible en http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men_en.pdf– cuya principal aportación es flexibilizar el procedimiento de elaboración de normas en la materia. A este efecto plantea cuatro niveles de intervención legislativa: el nivel 1 debía dedicarse en exclusiva a principios marco y para ello la técnica legislativa a utilizar es la tradicional; ejemplo de normas adoptadas en este nivel son las Directivas que a continuación mencionamos en este mismo párrafo. El nivel 2 se ocupa de normas de tipo técnico que desarrollen las del nivel 1, y la encargada de ello es la Comisión mediante el procedimiento de la comitología. La Comisión adopta la medida de aplicación previa consulta con el *Committee of Securities Regulators* (CESR) y preceptiva aprobación del Comité de Valores. El nivel 3 se dedica a la coordinación de los supervisores de los mercados de valores con el fin de lograr una aplicación homogénea de las normas

los mercados primarios como los secundarios han quedado regulados a través de la obligación de presentar información de forma periódica y de forma puntual en determinados supuestos. Las normas que establecen estas obligaciones son, fundamentalmente, la Directiva de Folletos, la Directiva de Transparencia, la Directiva de Abuso de Mercado y la Directiva de OPAs¹⁰⁹.

9. Dentro del marco de la UE, a los objetivos de política legislativa de carácter general a los que hacíamos referencia, hay que añadir el propio del proceso de integración: la eliminación de obstáculos en las transacciones transfronterizas. Estos obstáculos se traducen en este contexto en mayores costes para los emisores que tengan actividad más allá del mercado nacional. Como acertadamente se ha señalado, aunque la normativa comunitaria en la materia tenga una dimensión de protección del inversor muy importante, este objetivo solo puede lograrse de forma mediata, en la medida en que la base jurídica de estas normas lo que permite es adoptar medidas para el correcto funcionamiento del mercado interior¹¹⁰.

2. Principio de transparencia y OPVS: el régimen del folleto

2.1. Introducción

10. El principio de *full disclosure* se concreta en el caso de que se pretendan ofertar valores negociables al público en la necesidad de que el oferente elabore, someta a aprobación y publique de forma previa al lanzamiento de la oferta un folleto informativo¹¹¹. En este documento se

elaboradas en los niveles 1 y 2. Esto va a dar lugar a las Recomendaciones del CESR. El último nivel hace referencia a la supervisión que lleva a cabo la propia Comisión de la aplicación de la normativa. Este esquema queda modificado posteriormente con la sustitución del CESR por la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM), creada por el Reglamento (CE) n° 1095/2010 del Parlamento Europeo y el Consejo, a la que se le atribuye competencias para la elaboración de normas técnicas en determinadas materias.

109. Respectivamente: Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004, sobre armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado; Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 28 de Enero de 2003 sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado; Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición.

110. Vid. FERRAN, E., *Building...*, cit., pp. 28-29.

111. A estos efectos, se pueden distinguir dos momentos en los que una empresa tiene que proporcionar información tal y como prevé la normativa del mercado de valores: en el momento de la emisión y/o del acceso de los valores a un mercado –obligación a la que se ha dado en llamar en la terminología anglosajona *static disclosure*– y desde

proporciona al inversor información sobre la situación económica y financiera del emisor de los valores, sobre las perspectivas de su negocio, sobre las características de los valores que se van a ofertar y sobre las condiciones de la propia oferta, por ejemplo quiénes van a ser los intermediarios financieros que van a participar en la colocación de los valores o si se va a solicitar y en qué plazo la admisión a negociación en un mercado regulado.

A través de la información que se incorpora a este documento se tratan de alcanzar en el marco del mercado primario los objetivos de política legislativa que el principio de transparencia informativa pretende cumplir en los mercados de valores en general. En primer lugar, la promoción de la eficiencia de los mercados; la información garantiza la correcta formación de los precios que contribuye a la asignación eficiente del capital¹¹². En segundo lugar, se busca la protección del inversor que en estos supuestos es un inversor minorista, protección que se garantiza, fundamentalmente, a través de la protección del propio funcionamiento del mercado¹¹³.

11. El Derecho de la UE se ha ocupado de esta cuestión a través de la Directiva de Folletos, transpuesta al ordenamiento español en el Título III de la LMV y a través del RD 1310/2005. La Directiva, que establece una regulación de máximos, contiene reglas sobre la elaboración aprobación y publicación del folleto informativo tanto para ofertas públicas nacio-

el momento de la admisión a negociación durante todo el tiempo que permanecen en el mercado; en tal caso la información se proporciona periódicamente –*continuous disclosure*–. El régimen del folleto informativo se enmarca dentro de la llamada *static disclosure* y encuentra su origen en EEUU tras el Crack del 29 básicamente con el fin, como señala CARBAJALES, M., *La regulación...*, cit., p. 35, de corregir en el ámbito de las ofertas públicas el principio mercantil *caveat emptor*, de tal manera que los inversores tuvieran a su disposición información sobre los emisores y sobre los valores antes de contratar. En el caso español se consagra con la promulgación de la LMV y, como pone de relieve DE CARLOS BERTRÁN, L., *Régimen jurídico...*, cit., pp. 204-209, aparece como “contrapartida” a los principios de libertad de emisión y libertad de colocación que en ella se consagran.

112. Nótese que solamente tienen la condición de públicas aquellas ofertas que tienen una mínima entidad –el umbral se encuentra en los 5 millones de euros en 12 meses–, con independencia de quiénes sean los destinatarios. De ello se sigue que la normativa tiene como objetivo fundamental la protección del funcionamiento del mercado: solo aquellas ofertas con entidad suficiente son susceptibles de afectar al funcionamiento del mercado y solo ellas están sujetas al régimen del folleto.

113. *Vid. supra* núm. 7. Así lo establece el cdo. 10 de la Directiva de Folletos. Sobre estos objetivos en el marco del mercado de valores en general y en las OPVs en particular *vid.* GRIMALDOS GARCÍA, M. I., *Responsabilidad civil derivada del folleto de emisión de valores negociables*, tirant lo blanch, 2001, pp. 35-37; LÓPEZ MARTINEZ, M., *La responsabilidad por el contenido del folleto informativo en las ofertas públicas de valores*, Civitas, 2003, pp. 51-53; VALMAÑA OCHAITA, M., *La responsabilidad...*, cit., pp. 127 y ss.

nales como transfronterizas¹¹⁴. El contenido de los folletos informativos se ha uniformizado en el ámbito europeo a través del Reglamento CE N° 809/2004¹¹⁵.

2.2. La elaboración del folleto: su contenido

12. Como ya señalamos, la obligación de elaborar el folleto informativo conforme a las reglas de la Directiva solo existe cuando la oferta de valores se califique de “pública”, *i.e.* cuando la oferta esté dirigida a un número mínimo de inversores minoristas y, por tanto, necesitados de protección¹¹⁶. En esos casos, el emisor u oferente tiene la obligación de elaborar un folleto en el que se contenga la información que, en función de la naturaleza de cada emisor y de los valores que se ofertan, permita a los inversores hacer una evaluación de sus activos y pasivos, de la situación financiera, de sus beneficios y de las pérdidas, de las perspectivas y de los derechos inherentes a los valores que se ofrecen. Todo ello, exige la normativa, presentado de manera fácilmente analizable y comprensible¹¹⁷.

13. Esta información puede presentarse bien en un documento único, bien en documentos separados¹¹⁸. En ambos casos irá precedido de una nota de síntesis. Cuando el emisor opte por presentar el folleto en documentos separados, se dividirá la información sobre el emisor, que se recoge en un documento que recibe el nombre de “documento de registro”, y la información sobre los valores, que se recoge en la deno-

114. La Directiva 2003/71/CE fue traspuesta al ordenamiento español a través del RD Ley 5/2005, de 11 de marzo, que modificó el Título III de la LMV, y el RD 1310/2005, por el que se desarrolla parcialmente la LMV. A esta normativa hay que sumar la Orden EHA/3537/2005, de 10 de noviembre, por la que se desarrolla el artículo 27.4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

115. Reglamento CE N° 809/2004 de la Comisión relativo a la aplicación de la Directiva 2003/71/CE del Parlamento y del Consejo en cuanto a la información contenida en los folletos así como al formato, la incorporación por referencia, la publicación de dichos folletos y la difusión de publicidad.

116. *Vid. supra* Introducción a la Primera Parte, núms. 2 y 3 y Capítulo Primero núms. 13, 14 y 15. Frente a estos, los inversores mayoristas no se encuentran necesitados de protección. Un ejemplo reciente y muy conocido de colocación privada la encontramos en las emisiones de pagarés de Nueva Rumasa, que “escapó” de las obligaciones de información, *i.e.* de la obligación de publicar un folleto, por estar dentro del umbral de lo que se considera como oferta dirigida a un inversor mayorista, pues el valor nominal unitario de los pagarés era de 50.000 €. Nótese que posteriormente el RD 1698/2012, de 21 de diciembre, en transposición de la Directiva 2010/73/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, ha incrementado este umbral hasta 100.000 euros.

117. Art. 5.1 de la Directiva, art. 27.1 de la LMV, art. 16.1 del RD 1310/2005. No obstante, *vid. infra* 16 sobre la capacidad de análisis del inversor minorista.

118. Arts. 18 a 20 del RD 1310/2005.

minada “nota sobre los valores”. La normativa permite, a fin de evitar duplicaciones innecesarias, que el emisor presente para su aprobación como documento de registro sus cuentas anuales auditadas¹¹⁹. De esta manera, si después decide ofertar valores al público, no tendría más que elaborar la nota sobre los valores¹²⁰. Esta, por su parte, recoge no solo la información sobre las características de los valores sino también todos los detalles sobre el desarrollo de la propia oferta. El resumen que precede al resto de la información, se presente en el formato que se presente, ha de ser escueto, escrito en lenguaje no técnico, y ha de reflejar las características y los riesgos esenciales asociados con el emisor y los valores que se ofertan¹²¹.

14. Independientemente del formato utilizado por el emisor, resulta útil a nuestros efectos dividir la información contenida en el folleto en dos categorías¹²²: (i) Por una parte contiene información sobre el emisor, *i.e.* sobre sus activos y pasivos, sobre su situación financiera, sobre los riesgos asociados a este y sobre sus perspectivas. A esta información se la puede denominar información financiera¹²³. (ii) Por otra parte, el folleto contiene información sobre la oferta, *i.e.* sobre las condiciones en las que se va a desarrollar la oferta propiamente dicha y sobre los derechos inherentes a los valores que se ofertan. Se trata, pues, de información contractual¹²⁴.

119. En puridad, en el documento de registro se requieren dos menciones adicionales a la información que ya contienen las cuentas anuales auditadas: un índice claro y detallado, y una descripción de los factores de riesgo asociados al emisor. Esta solución es para el emisor sencilla y poco costosa: puede añadir estas dos cuestiones de forma previa a las cuentas anuales, o bien incluirlas en un documento separado en el que se incorporen las cuentas anuales por referencia.

120. *Vid.* RUIZ DEL POZO, F.J./GARCÍA ALCUBILLA, R., *Mercado primario de valores: admisiones a negociación en mercados secundarios oficiales y ofertas públicas de venta o de suscripción*, Civitas, 2006, pp. 93-95.

121. Art. 5.2 de la Directiva, art. 27.3 de la LMV y art.17 del RD del 1310/2005.

122. En esta línea, *vid. inter alia*, DE CARLOS BERTRÁN, L., *Régimen jurídico...*, *cit.*, p. 441; GRIMALDOS GARCÍA, M. I., *Responsabilidad...*, *cit.*, pp. 54-67.

123. *Vid.* empleando esta terminología GRIMALDOS GARCÍA, M.I., *Responsabilidad...*, *cit.*, pp. 54-66.

124. *Vid.* GRIMALDOS GARCÍA, M. I., *Responsabilidad...*, *cit.*, pp. 57-60. Podemos tomar como ejemplo de lo que venimos afirmando la ampliación de capital social de Sacyr Vallehermoso mediante OPV en España y Portugal. El folleto quedó registrado ante la CNMV el 3 de febrero de 2011. La sociedad optó por presentar el folleto en documentos separados: se presenta previamente el denominado documento de registro, con toda la información acerca del emisor de los valores, *i.e.* la información financiera, que luego queda incorporado por referencia en la nota de valores que se registra junto con el resumen en la CNMV el 3 de febrero. La nota de valores contiene información sobre los valores que se ofertan, en concreto se establecen cuestiones tales como cuál es su valor nominal, la legislación conforme a la cual se han creado, su forma de representación, qué entidad se encarga de la llevanza contable o los derechos económicos y políticos

15. La finalidad de esta información a la que nos referimos es que el inversor se haga un juicio completo y razonado sobre la sociedad emisora y sobre la emisión¹²⁵. Esto explica, a su vez, la necesidad de que estas informaciones estén actualizadas. A esta exigencia responde la figura del “suplemento” recogida en la Directiva y en las correspondientes normas de transposición¹²⁶. El emisor, ante el conocimiento de factores significativos que puedan afectar a la evaluación de los valores, tiene la obligación de elaborar, someter a aprobación y publicar un suplemento, en las mismas condiciones que hemos visto para el propio folleto. Esta obligación existe cuando el conocimiento de estas circunstancias se tenga en un momento posterior a la aprobación del folleto y anterior a la admisión de los valores a negociación o, si no se va a solicitar la admisión a negociación, al fin del periodo de suscripción. Caso de que aún no se haya cerrado el periodo de suscripción, la publicación del suplemento otorga a los inversores un derecho de revocación de la aceptación¹²⁷.

16. Si bien es cierto que a través de la información contenida en el folleto informativo se pretende alcanzar el objetivo de protección del inversor, cabe preguntarse en qué medida este objetivo se logra cuando la información que se le proporciona tiene un carácter tan marcadamente técnico que difícilmente un inversor medio puede llegar a comprender¹²⁸.

vinculados a los valores, en su caso reproduciendo fragmentos de los estatutos sociales de Sacyr Vallehermoso. En definitiva, se hace una descripción muy completa de los valores objeto del contrato que se pretende celebrar con los inversores. Por otra parte, se describe con detalle el procedimiento de la oferta, es decir, el plazo para el ejercicio de los derechos de suscripción preferente, o para su venta en el mercado, la previsión en caso de que no se suscriban en ese momento todas las acciones, el sistema de adjudicación cuando la demanda supere la oferta o en qué mercados y en qué momento se va a solicitar la admisión a negociación. En suma, la nota de los valores contiene toda la información sobre los valores que van a ser objeto del contrato y sobre el proceso de la oferta. Es lo que se ha denominado información contractual.

125. *Vid.* ALONSO UREBA, A., “Artículo 21...”, *cit.*, pp. 485-489; GRIMALDOS GARCÍA, M. I., *Responsabilidad...*, *cit.* pp. 54-56.

126. Art. 16 de la Directiva y art. 22 del RD 1310/2005.

127. Art. 16.2 de la Directiva y art. 40.1 (f) del RD 1310/2005. Nótese que la obligación de publicar un suplemento, que permita en su caso que los inversores revoquen sus aceptaciones, puede derivarse de nuevas circunstancias que surjan en este periodo o pueden ser circunstancias que existieran previamente pero que el emisor conozca en ese momento.

128. Por mucho que, como decíamos, se exija que esta sea “fácilmente analizable y comprensible”. De ahí que, como complemento a las normas sobre transparencia informativa, se haya venido sugiriendo en los últimos tiempos la adopción de medidas de educación financiera de los consumidores, para que estos adopten un papel activo en la solicitud de información y en su análisis, haciendo valer sus derechos cuando haga falta; diversas iniciativas por parte de organismos como la OCDE o el FMI han tenido lugar en los últimos tiempos. *Vid.* GÓMEZ YUBERO, M.J., “La educación financiera y su contribución al reequilibrio entre inversores e instituciones financieras”, en AAVV, *Protección de los consumidores e inversores, arbitraje y proceso*, Editorial Reus SA, 2009,

La existencia del resumen puede ayudar a este a formarse una idea global pero, como bien se advierte en la propia normativa, el inversor no puede fundar su decisión de inversión exclusivamente en la nota de síntesis sino que ha de hacerlo sobre el folleto en su conjunto; probablemente es este el motivo por el que se excluye la responsabilidad civil que derive exclusivamente de las informaciones contenidas en el resumen. Como respuesta se ha señalado que el objetivo de protección del inversor se logra por cuanto que, en realidad, la información del folleto no está dirigida al propio inversor minorista sino al intermediario financiero a través del cual va a actuar este¹²⁹. Así, la información proporcionada es “procesada” por los operadores más sofisticados, lo que creará lo que se ha denominado una “tendencia inversora” que repercutirá finalmente en el precio de los valores¹³⁰.

2.3. La aprobación del folleto por la CNMV

17. Una vez elaborado el folleto y de forma previa al lanzamiento de la oferta, el emisor u oferente debe someterlo a la aprobación de la autoridad competente. La Directiva establece que cada Estado miembro debe designar para la aprobación del folleto una autoridad administrativa central¹³¹. En el caso español es la CNMV¹³².

18. La supervisión a la que se somete la información contenida en el folleto es, en gran medida, de carácter formal. Las autoridades competentes únicamente fiscalizan que el emisor haya aportado la información que por su naturaleza y la de los valores que ofrece sea necesaria según

pp.39-63, *passim*.

129. De acuerdo con RUIZ DEL POZO, F.J./GARCÍA ALCUBILLA, R., *Mercado primario...*, cit., p. 88, es esto lo que a su vez justifica el régimen lingüístico por el que ha optado la Directiva. Vid. *infra* Capítulo Tercero, núms. 52-56 en relación con el régimen lingüístico. Por su parte, LARA AGUADO, A., *La contratación transfronteriza de valores negociables en la Unión Europea*, Comares, 2002, pp. 38-39, señala que la imposibilidad de proteger al inversor directamente a través de la información lo que en realidad pone de relieve es que tal protección no es en la normativa un fin en sí mismo sino que en último término lo que esta busca es favorecer el movimiento de capitales.

130. Vid. asimismo *infra* núm. 50.

131. Art. 21.1 de la Directiva, art. 44 del RD 1310/2006. La Directiva en su art. 21.3 armoniza las facultades de las autoridades competentes. En el caso de España, como señalan RUIZ DEL POZO, F.J./GARCÍA ALCUBILLA, R., *Mercado primario...*, cit., pp. 220-221, no fue necesario modificar en la transposición de la Directiva las facultades de las que ya previamente gozaba la CNMV.

132. Esta sería la situación en los supuestos puramente internos. Cuando existe algún elemento de internacionalidad, la Directiva establece que la autoridad competente para la aprobación del folleto es la del Estado miembro de origen, definido conforme a los criterios de la propia Directiva. Los folletos aprobados conforme a esta gozan de un “pasaporte”. Vid. *infra* Capítulo Tercero núms. 28 y ss. en detalle sobre las ofertas transfronterizas.

las normas a las que nos venimos refiriendo. Esto es, la CNMV no hace ningún tipo de control de oportunidad, ni garantiza que los datos que se hayan aportado sean veraces¹³³. La nomenclatura que usa la normativa, *i.e.* “aprobación” del folleto, que parece hacer referencia más a una autorización que a un control casi estrictamente formal, no debe llevarnos a confusión. No obstante, la autoridad competente sí tiene cierto margen de maniobra: de un lado, cuando entienda que la información que le han presentado no es completa, tiene la facultad de solicitar del emisor cuantas informaciones adicionales considere necesario. De otro lado, puede publicar cuando lo considere pertinente advertencias en relación con el folleto¹³⁴.

19. Una vez aprobado por la CNMV, el folleto deberá ser registrado y puesto a disposición del público inversor¹³⁵. De nuevo, el registro hecho por la CNMV no implica más que el reconocimiento de que el folleto contiene las menciones exigidas por la ley¹³⁶.

III. LAS OPVS DESDE LA PERSPECTIVA DE LAS NORMAS JURÍDICO PRIVADAS DEL MERCADO DE VALORES

1. El folleto como vehículo de la oferta contractual

20. De acuerdo con lo que venimos afirmando en páginas precedentes, la información que contiene el folleto se puede dividir en dos categorías: (i) información sobre el emisor, *i.e.* información financiera, e (ii) información sobre la oferta, *i.e.* información contractual. Retomamos aquí esta categorización para referirnos específicamente a la información sobre la oferta. El RD 1310/2005 establece que al inversor de buena fe no le serán oponibles aquellas circunstancias que no consten expresamente

133. Ya SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “La nueva legislación...”, *cit.*, pp. 114, constataba que entre las posibilidades de supervisión por las que se puede optar en el mercado primario, a saber, medidas de simple verificación y registro o medidas de control de oportunidad a través de auténticas autorizaciones administrativas, el sistema actual había optado por seguir la primera de las orientaciones.

134. Un ejemplo se encuentra en el folleto publicado el 7 de octubre de 2013 con ocasión de la emisión de obligaciones simples por parte Zinkia Entertainment S.A. La CNMV publicó una advertencia en relación con la situación financiera de Zinkia, cercana al concurso de acreedores, y a las condiciones de la oferta teniendo esta circunstancia en consideración: en opinión de la CNMV en tales condiciones una emisión en el mercado mayorista hubiera tenido condiciones mucho más ventajosas. Folleto accesible en: <http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={0d9cf356-26a7-41ff-a5f1-1714ae49bfa2}>

135. Art. 14 de la Directiva y art. 25 del RD 1310/2005.

136. Como se recoge en el Art. 92 de la LMV, la CNMV no se hace responsable en ningún caso de la falta de veracidad.

en el folleto¹³⁷. Según entiende la doctrina, este artículo viene a constituir la base para afirmar que la información contenida en el folleto sirve para integrar la relación jurídica entre el emisor y los inversores. A tal conclusión se llega independientemente de que se entienda, como hace parte de la doctrina, que la OPV es una auténtica oferta contractual a la que el folleto sirve de instrumento, o que se entienda, como lo hace otro sector de la doctrina, que se trata de una mera *invitatio ad offerendum*¹³⁸. En cualquiera de los dos casos el folleto va a ser fuente de derechos y obligaciones para las partes.

En aquellos casos o en aquellos tramos en que las OPVs sean ofertas en sentido jurídico por contener ya los elementos esenciales del futuro contrato, de forma que los contratos de compraventa de los valores negociables se perfeccionen con la aceptación de cada inversor, se puede afirmar que el folleto va a servir de vehículo a esa oferta contractual¹³⁹. Las condiciones sobre la oferta están contenidas en el folleto, a las que los inversores se van adhiriendo mediante su aceptación.

21. Esta función del folleto como vehículo de la oferta se suma a la función del folleto como instrumento para la transparencia, cuyo objetivo es la protección del mercado y, a través de ello, de los propios inversores. Esta la desempeña el folleto al facilitar a los inversores la información para que el mercado pueda establecer el precio de los valores. En este sentido, la información que resulta decisiva para que se pueda calibrar el valor real de los valores que se les ofrecen es la relativa al emisor, *i.e.* información financiera. Por el contrario, la información relevante en la función del folleto como vehículo de la oferta es, lógicamente, la información contractual.

2. Folleto y *enforcement*

2.1. Public enforcement vs private enforcement

22. Habida cuenta de que en el momento de aprobación del folleto el control que hace la autoridad competente de la información contenida es meramente formal, esto es, no se controla la veracidad de los datos contenidos, el régimen de transparencia en las OPVs exige para

137. Art. 33.3 del RD 1310/2005.

138. *Vid.* ALONSO UREBA, A., "Artículo 21...", *cit.*, pp. 482-483. Entiende el autor que las OPVs no son ofertas en sentido jurídico pero ello no impide que el folleto, como instrumento en la fase de formación del contrato, integre la voluntad negocial del emisor y le vincule; tal efecto del folleto supone una integración "positiva" de la relación jurídica entre el emisor y los inversores, a la que se suma una integración "negativa" de esta, que deriva de la prohibición de oponer al inversor cualquier circunstancia que no aparezca expresamente en el folleto.

139. *Vid. supra* Capítulo Primero núms. 49 a 51 sobre la naturaleza jurídica de la oferta.

su funcionamiento de la existencia de un sistema de sanciones ante su incumplimiento. A través de este sistema de sanciones tanto de naturaleza jurídico-pública –*public enforcement*, en terminología anglosajona– como de naturaleza jurídico-privada –*private enforcement*– se pretende fomentar el cumplimiento de las normas de transparencia y así reforzar la protección del inversor y la eficiencia de los mercados. Como ya hemos señalado, la normativa del mercado de valores en general, y el régimen del folleto en particular, cuya aplicación se pretende fomentar a través del sistema de sanciones, están asociados con el desarrollo de los mercados financieros y así también con el crecimiento económico de un país¹⁴⁰. Por consiguiente, ambos tipos de sanciones, que son complementarias, se encuentran en último término relacionadas con el desarrollo de los mercados financieros.

23. El *public enforcement*, que tiene como función fomentar el cumplimiento de la normativa, está configurada como responsabilidad-sanción y se encuentra al servicio de intereses generales. Se trata de sanciones fundamentalmente administrativas¹⁴¹, aunque el Derecho penal también interviene en los casos más graves¹⁴². La segunda de las piezas

140. De acuerdo con LAPORTA, R./LOPEZ-DE-SILANES, F./ SHLEIFER, A., “What Works in securities laws?”, june 2004, www.ssrn.com, *passim*; JACKSON, H.E./ ROE, M.J., “Public and private enforcement of securities laws: Resource based evidence”, *Journal of Financial Economics*, núm. 93, 2009, pp. 207-238, *passim*, entre otros, la relación entre el desarrollo del mercado de valores y la normativa reguladora de este, en particular las normas de transparencia y el sistema de *enforcement*, que refuerza su cumplimiento, parece fuera de duda.

141. Las sanciones administrativas se establecen en los arts. 99 n) y 100 II) de la LMV. La infracción tiene la consideración de muy grave solo en los casos en que “la cuantía de la oferta...o el número de inversores afectados, sean significativos”. Toda vez que la función esencial de la responsabilidad administrativa es asegurar el cumplimiento de la normativa para así garantizar la eficiencia del mercado, cabe suponer que el legislador al diseñar la sanción tuvo en mente la capacidad del incumplimiento de afectar al funcionamiento de los mercados, entendiendo que esta capacidad depende de las dimensiones de la oferta. Esto es, el legislador parece haber asociado el tamaño de la oferta con la capacidad de afectar a la eficiencia del mercado, de tal manera que a los incumplimientos en las ofertas más importantes se les atribuye una gravedad mayor que a los que se producen en las de menor entidad. Lo que resulta claro, en todo caso, es que la protección del inversor no era una prioridad, dado que si ese fuera el objetivo la misma protección merece el inversor que concurre a una OPV de grandes dimensiones que el que lo hace a una con un montante más modesto. Los incumplimientos del régimen del folleto en OPVs de cuantía no significativa tienen la consideración de infracciones graves.

142. Las sanciones penales se suman a las administrativas en los casos de las conductas más graves, de acuerdo con el principio de última *ratio* que rige en materia penal. Por conductas más graves se entienden aquellas en las que concurre dolo, de manera que en el ámbito penal solo son punibles las conductas dolosas, mientras que en el ámbito administrativo también se sancionan las meramente negligentes. Por lo tanto, es en el caso de incumplimientos dolosos de las obligaciones de información cuando puede recaer tanto sanción penal como administrativa. Como es bien sabido, en principio no cabe sancionar dos veces una misma conducta cuando hay identidad de sujeto, hecho

del sistema, el *private enforcement*, cumple, junto con un papel como mecanismo disuasorio frente a los incumplimientos, con el objetivo de la protección del inversor¹⁴³.

2.2. *Private enforcement*: introducción

24. En el ámbito de lo que hemos denominado *private enforcement*, los inversores poseen una gama relativamente amplia de remedios ante el incumplimiento de las obligaciones relativas al folleto. No obstante, cuando se habla de “responsabilidad civil derivada del folleto” generalmente se entiende que la expresión hace referencia a un tipo particular de acciones que, adelantamos ya, son las acciones indemnizatorias que el inversor puede ejercitar cuando de las informaciones financieras engañosas contenidas en el folleto se derive un daño patrimonial. Pero, como decimos, no son las únicas con las que cuenta el inversor.

25. Las sanciones de naturaleza jurídico-privada, en particular la responsabilidad derivada del folleto, aun cuando desempeñen una función disuasoria con la que contribuyen al fomento del cumplimiento de la normativa de transparencia y así a la eficiencia de los mercados, tutelando el interés general, en nuestro ordenamiento cumplen en primer término

y fundamento, de acuerdo con el principio *non bis in idem*. La excepción a la regla general se produce solo en los casos en que haya una relación de sujeción especial entre el sujeto sancionado y la Administración Pública. Este es el caso de los supuestos que nos ocupan, tal y como se recoge en el art. 96 de la LMV – “el ejercicio de la potestad sancionadora a que se refiere la presente Ley será independiente de la eventual concurrencia de delitos o faltas de naturaleza penal...”– y ha confirmado el Tribunal Supremo –*vid.* STS de 17.11.93, RJ/1993/8367–. Por lo tanto, la sanción administrativa y la penal son compatibles.

En cuanto al tipo penal en el que son subsumibles los hechos, el art. 282 bis del CP está específicamente referido al falseamiento de información económico-financiera en los folletos de emisión. Este artículo fue introducido por la Ley orgánica 5/2010, de 22 de junio. De acuerdo con este: “Los que, como administradores de hecho o de derecho de una sociedad emisora de valores negociados en los mercados de valores, falsearan la información económico-financiera contenida en los folletos de emisión de cualesquiera instrumentos financieros o las informaciones que la sociedad debe publicar y difundir conforme a la legislación del mercado de valores sobre sus recursos, actividades y negocios presentes y futuros, con el propósito de captar inversores o depositantes, colocar cualquier tipo de activo financiero, u obtener financiación por cualquier medio, serán castigados con la pena de prisión de uno a cuatro años, sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 308 de este Código”. De la comisión del delito puede, naturalmente, derivarse responsabilidad civil que comprende la restitución, la reparación del daño y la indemnización de los daños y perjuicios. *Vid.* Arts. 110 y 116 CP. *Vid.* DE CARLOS BERTRÁN, L., *Régimen jurídico...*, cit., p. 431; LÓPEZ MARTINEZ, M., *La responsabilidad...*, cit., pp. 342-343.

143. *Vid.* en este sentido GRIMALDOS GARCÍA, M.I., *Responsabilidad...*, cit., pp. 82-83, que señala la insuficiencia de los remedios jurídico-públicos que solo tutelan el interés general. Así, la responsabilidad civil va a servir como “cierre” del sistema al tutelar los intereses de los inversores.

una función de protección de intereses individuales: son un instrumento de protección del inversor.

2.2.1. *Private enforcement* y litigiosidad

26. En el contexto europeo, especialmente en el continental, los inversores han hecho un uso escaso o incluso nulo de estas reclamaciones civiles, como ocurre en el caso español¹⁴⁴. Por ello, una de las grandes cuestiones que se ha discutido en este ámbito ha sido el motivo de esta ausencia de litigación. Según se ha señalado, esta se explica no tanto por el contenido de las normas sustantivas en la materia, cuestión a la que nosotros vamos a dedicar nuestra atención, cuanto por la vigencia de unas normas procesales que no son las adecuadas para canalizar este tipo de reclamaciones. Esta inadecuación se manifiesta fundamentalmente en la ausencia de mecanismos efectivos de agregación de las demandas en un ámbito en el que, como regla general, el daño sufrido por cada uno de los inversores no alcanza la cuantía suficiente como para que, sin tales mecanismos, las reclamaciones puedan llegar a los tribunales¹⁴⁵. En au-

144. En España no existe jurisprudencia en esta materia, si bien existen resoluciones de un órgano privado, el protector del inversor de la Bolsa de Madrid que tienen un valor interpretativo importante y a las que haremos alguna referencia. No obstante, el escenario podría estar cambiando, como se sigue de lo ocurrido en el caso Bankia: el 29 de junio de 2011 se registró ante la CNMV el folleto de la oferta pública de suscripción de valores de Bankia en el momento de salida a Bolsa de esta, que se operó tras la fusión de Caja Madrid, Bancaja, Caja Laietana, Caja La Rioja, Caja Insular de Canarias, Caja de Ávila y Caja de Segovia –folleto accesible en: <http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={47b6de24-dcfa-4ee5-a1ed-d69436efc8e6}>–. En 2012 salta a la luz la existencia de pérdidas millonarias de la entidad sobre las que no se hacía clara advertencia en el folleto. Posteriormente se interponen varias querellas ante la Audiencia Nacional. Simultáneamente por la vía civil se han interpuesto diversas demandas por parte de inversores minoristas que adquirieron en la OPV. Todavía no existe ningún pronunciamiento judicial al respecto.

145. Así pues, la falta de aplicación por los tribunales de la responsabilidad civil no se explica tanto por el contenido de la normativa misma, el denominado *law on the books*, que en algunos casos es incluso más severo que la de la jurisdicción con más litigios en la materia, EEUU, cuanto por unas normas procesales que impiden a los afectados obtener resarcimiento. Esta inadecuación de las normas procesales a la que aludíamos, aunque referida fundamentalmente a los mecanismos de agregación de la demanda, va más allá de estos. *Vid.* FERRARINI, G./ GIUDICI, P., “Financial scandals and the role of private enforcement: The Parmalat case”, Law Working Paper, núm. 40, 2005, www.ecgi.com, *passim*, que al tratar estas cuestiones en el caso Parmalat señalan que las normas sustantivas de responsabilidad civil son incluso más duras que las de *common law*, no obstante lo cual las reclamaciones son prácticamente inexistentes. Los problemas procesales son los que llevaron a gran parte de los inversores a demandar en el caso Parmalat en EEUU o a reclamar la indemnización en Italia por la vía de la responsabilidad civil derivada de delito.

No obstante, este que señalamos no es el único motivo por el cual las reclamaciones no llegan a los tribunales. Las *class actions* no son una herramienta exclusiva del ordenamiento norteamericano, sino que se contemplan en otros ordenamientos de ámbito anglosajón, sin que su introducción haya supuesto un incremento de los casos

sencia de mecanismos adecuados, la protección que se quiera otorgar al inversor mediante normas de naturaleza sustantiva, cuya aplicación se pretende asegurar mediante los remedios civilísticos, puede acabar por quedar en papel mojado.

2.2.2. Acciones de Derecho común

27. Antes de entrar propiamente en la cuestión que nos ocupa, la responsabilidad civil derivada del folleto, permítasenos hacer una breve referencia a los demás remedios civilísticos en manos de los inversores. A diferencia de la responsabilidad derivada del folleto, estos instrumentos se circunscriben, al menos en principio, a las relaciones entre el inversor primer adquirente, *i.e.* el que adquiere directamente de la oferta pública, y el oferente, y carecen de un régimen especial para los supuestos de OPVs, lo que hará necesario acudir a las normas generales de Derecho civil.

28. Para sistematizar adecuadamente la cuestión, hemos de retomar la diferenciación que hacíamos en páginas anteriores en materia de contenido del folleto. Este, como documento complejo, cuenta con información sobre la oferta y los valores que se ofertan, *i.e.* información contractual, e información sobre el propio emisor, *i.e.* información financiera. Pues bien, de esta diferenciación se sigue que existen dos categorías de acciones que el inversor puede entablar:

en esta materia de los que han de conocer los tribunales –*vid.* MULHERON, R., *The Class Action in Common Law Legal Systems*, Hart Publishing, 2004, p. 74, llamando la atención sobre el hecho de que la introducción del instituto en Canadá y Australia no ha incrementado el número de litigios–. De ello se puede extraer la conclusión de que la existencia de este mecanismo procesal no es la causa, o al menos no la única causa, de la mayor litigiosidad en Estados Unidos, como tampoco lo es la regulación de fondo de la responsabilidad derivada del folleto, que también es compartida por otros países de ámbito anglosajón. BROWN, M. *Mechanics of global equity offerings*, Kluwer Law International, 1995, p. 123, enumera una serie de factores que considera relevantes para explicar por qué este tipo de litigios han sido tan habituales en EEUU, tales como la mayor *litigious culture* de EEUU. También tiene en ello gran importancia las diferentes características de los mercados de valores. Mientras que, por ejemplo, en EEUU un importante número de emisores diferentes ofrecen gran variedad de productos a los inversores minoristas, en España el número de emisores que se dirige a este tipo de inversores es muy reducido, amén de que ofrecen solo productos relativamente sencillos; no hay que olvidar que solo a partir de fechas recientes los inversores minoristas han comenzado en nuestro país a concurrir a los mercados de valores para materializar su ahorro. Por tanto, es natural que se haya dado la circunstancia de que en EEUU alguno de estos múltiples emisores haya quebrado tras la emisión, incurriendo en responsabilidad derivada del folleto, mientras que en España, al lanzar OPVs solo las grandes corporaciones, hasta hace poco tiempo no se había dado el caso de que ninguna entrase en estado de insolvencia a continuación. De manera que es esta diferente estructura de los mercados la que está también detrás de que en unos casos las reclamaciones lleguen a los tribunales y en otros casos no.

(i) Acciones por incumplimiento contractual, *i.e.* supuestos en que el oferente incumple obligaciones relativas a la oferta y valores que se ofertan. El oferente asume en el folleto una serie de obligaciones tales como la entrega de los valores libres de cargas, utilizar un determinado sistema de adjudicación de los valores, solicitar la admisión a negociación de los valores en un plazo u otorgar un bonus de fidelidad. En caso de que, una vez perfeccionados los contratos de suscripción o compraventa de los valores objeto de la oferta, el oferente incumpla estas obligaciones recogidas en el folleto, este incurrirá en responsabilidad contractual. El inversor adquirente podrá, por tanto, optar en virtud del artículo 1124 CC por la resolución del contrato o por exigir su cumplimiento, en ambos casos con la indemnización de los daños y perjuicios de conformidad con el artículo 1101 CC¹⁴⁶.

(ii) Acciones por inexactitudes u omisiones en la información financiera, *i.e.* información sobre la situación económica y financiera del emisor. En estos casos el inversor puede ejercitar, en primer lugar, una acción de nulidad por vicios del consentimiento *ex* artículo 1300 CC –cuando por razón de las inexactitudes u omisiones en el folleto el inversor no haya podido formar libremente su voluntad si ha mediado dolo por parte del oferente o bien, sin mediar este, el inversor ha sufrido un error esencial y excusable¹⁴⁷–. En segundo lugar, puede ejercitar alguna de las acciones edilicias, *i.e.* bien la acción redhibitoria, si opta por la rescisión

146. *Vid.* DE CARLOS BERTRÁN, L., *Régimen jurídico...*, *cit.*, p. 441; LÓPEZ MARTINEZ, M., *La responsabilidad...*, *cit.*, pp. 161-178; PALÁ LAGUNA, R., *Las ofertas públicas...*, *cit.* p. 55; TAPIA SÁNCHEZ, M.R., “Consecuencias civiles por inexactitudes u omisiones del folleto informativo de OPA/OPS”, *RDBB*, núm. 92, 2003, pp.49-87, pp. 59-60.

Sirva de ejemplo la OPV de Sacyr Vallehermoso, cuya nota de valores, en la que se contiene toda la información contractual, se refiere a cuestiones como el sistema de adjudicación de los valores en caso que la demanda supere a la oferta o al momento en el que se va a solicitar la admisión a negociación. El sistema de adjudicación previsto varía en cada una de las fases de la oferta. En caso de que no todos los derechos de suscripción preferente se ejerciten y haya, así, acciones sobrantes, se abre el denominado periodo de asignación de acciones adicionales en el que el sistema de adjudicación previsto para el caso de que la demanda supere a la oferta es el prorrateo. Si aun así sigue habiendo acciones sobrantes, se abre una nueva fase a la que solo pueden concurrir los inversores que tengan la condición de inversores cualificados. En este periodo el sistema de adjudicación será el discrecional –*vid.* pp. 26-28–. Se prevé que la admisión a negociación se solicitará en las Bolsas de Madrid, Barcelona, Valencia y Bilbao y su inclusión en el SIBE y en el Euronext Lisbon. Para realizar los trámites de dicha admisión se establece un plazo máximo de 10 días desde que se otorgue la escritura pública de ampliación de capital y, si no se hubiera producido en ese plazo, se compromete a dar publicidad de forma inmediata de los motivos de ello, sin perjuicio de la posible responsabilidad que pueda surgir –*vid.* pp. 38-39 de la nota–. El incumplimiento de cualquiera de las dos obligaciones, por ejemplo adjudicando los valores sobrantes a través de otro sistema o no solicitando la admisión a negociación en plazo, dan lugar al nacimiento de responsabilidad contractual.

147. *Vid.* DE CARLOS BERTRÁN, L., *Régimen jurídico...*, *cit.*, pp. 442 y ss.

del contrato, bien la estimatoria, si opta por disminuir su precio¹⁴⁸, si las falsedades en relación con la situación económica y financiera del emisor puede entenderse que suponen un vicio oculto de la cosa vendida –los valores objeto de la oferta– que implican un menor valor de esta, de manera que de haberlo conocido el inversor no los hubiera adquirido o lo hubiera hecho en otras condiciones¹⁴⁹.

3. El régimen especial de responsabilidad civil derivada del folleto

3.1. Consideraciones generales

29. El objeto de este trabajo de investigación es la responsabilidad civil derivada del folleto. Esto es, la acción resarcitoria que los inversores que hayan adquirido valores en una OPV confiando en un folleto, que después resulta ser engañoso, pueden ejercitar frente a una pluralidad de sujetos en caso de que de ello se haya derivado un daño. La acción cuenta con un régimen especial al que nos vamos a referir en adelante.

30. La primera mención a la responsabilidad civil derivada del folleto en el Derecho de la UE fue introducida por la Directiva de Folletos. Esta establece que los Estados miembros habrán de aplicar sus normas de responsabilidad civil a los incumplimientos de las normas de transparencia en las OPVs¹⁵⁰. La introducción de esta disposición hay que leerla en clave de *enforcement* de la normativa: de acuerdo con la Directiva, en la aprobación del folleto no se verifica la veracidad de los datos contenidos en este, con lo que se hace necesario un buen sistema de sanciones, también de naturaleza jurídico-privada, para que el régimen del folleto funcione.

31. La mención genérica que hace la Directiva de Folletos a las normas de Derecho civil daba la posibilidad a los Estados miembros de elegir entre aplicar las normas civiles de carácter especial, si es que contaban con ellas como era el caso de algunos ordenamientos de Estados miembros –por ejemplo Alemania o Reino Unido–¹⁵¹, o aplicar las normas

148. Arts. 342 CCom, 345 CCom y art. 1486 CC.

149. No obstante, parte de la doctrina se muestra crítica con esta aproximación al entender que las acciones en materia de vicios ocultos solo cabría ejercitarlas cuando se predique de los valores una característica que luego no posean, y no cuando la información sobre el emisor sea engañosa. *Vid.* LÓPEZ MARTINEZ, M., *La responsabilidad...*, *cit.*, p. 148. Esta afirmación es, a nuestro modo de ver, rechazable: la información sobre el emisor es tan relevante –o más– que la relativa a las características de los valores para decidir la adquisición de estos y el precio al que se está dispuesto a efectuarla.

150. Art. 6.2 de la Directiva.

151. El primer Estado que contó con una acción específica en materia de responsabilidad civil derivada del folleto fue Reino Unido. La normativa especial se introdujo

generales de Derecho civil, en aquellos casos en que no se contase con régimen especial. Así, la Directiva no exigía que se introdujese un régimen especial de responsabilidad derivada del folleto en los Estados miembros que careciesen de él. No obstante, lo cierto es que muchos de ellos aprovecharon la trasposición de la Directiva para introducirlo, como ocurrió en España o en Italia¹⁵².

como consecuencia de la decisión de *The House of Lords* en el asunto *Derry v Peek* de 1889. En aquel asunto se ejercitó una *action for deceit* frente a una sociedad que había realizado una emisión, pero a cuyos administradores no se les encontró responsables porque no actuaron con dolo sino negligentemente. A raíz de aquello se dicta en 1890 la *Director's Liability Act*, que amplía la responsabilidad a las conductas negligentes. Vid. sobre ello GRIMALDOS GARCÍA, M.I., *Responsabilidad...*, cit., pp. 87-88; VALMAÑA OCHAÍTA, M., *La responsabilidad...*, cit., p pp. 42-43, nota núm. 7.

Alemania fue otra de las pioneras en establecer un régimen específico para la responsabilidad derivada del folleto. La *Börsengesetz (BörsG)* fue dictada en 1896 a raíz del asunto *Lucca-Pistoia*, en el que los inversores perjudicados por una información engañosa en una emisión se dirigieron contra la banca colocadora para que se les indemnizara, pero según la normativa vigente el único responsable era el emisor y solamente cuando actuaba con intencionalidad. El fallo del tribunal puso de relieve las deficiencias del sistema y se procedió a establecer un régimen específico que, sin embargo, solo alcanzó a la responsabilidad derivada de folletos de admisión y únicamente para daños derivados de conductas dolosas o con culpa grave. Esto es, como señalan algunos autores, se trató de una solución de compromiso que buscaba por una parte la protección del inversor, pero trataba también de no "agravar" los riesgos que asumía el emisor al ofertar los valores al público. Vid. DE CARLOS, *Régimen jurídico...*, cit., p. 412, nota al pie núm. 933; FERRARINI, G., *La responsabilità da prospetto*, Giuffrè, 1986, pp. 40-41; GRIMALDOS GARCÍA, M.I., *Responsabilidad...*, cit., p. 94, nota al pie núm. 14; VALMAÑA OCHAÍTA, M., *La responsabilidad...*, cit., pp. 42-43, nota núm. 7 y p. 79. Habida cuenta de que los arts. 44 y siguientes de la *BörsG* solamente se referían a la responsabilidad derivada del folleto de admisión y no a la responsabilidad derivada del folleto de OPV, se procedió a desarrollar jurisprudencialmente un régimen que otorgara a los inversores una tutela suficiente, i.e. que les permitiera que se les resarcieran los daños derivados de folletos en ofertas públicas. Con tal propósito, los tribunales se apoyaron en la doctrina de la *culpa in contrahendo*, a la que en Derecho alemán se le aplica el régimen de la responsabilidad contractual. La aplicación de este régimen suponía una mejor tutela del inversor al responder los demandados por culpa, al tiempo que se invertía la carga de la prueba de esta. Por el contrario, el régimen de responsabilidad civil extracontractual en el ordenamiento jurídico alemán no permite la indemnización de los daños extracontractuales más que cuando ha existido un acto ilícito, i.e. no existe una cláusula general, por lo que su aplicación a los casos que analizamos habría supuesto en la práctica privar a los inversores de la posibilidad de que los daños les fuesen resarcidos. Vid. DE CARLOS BERTRÁN, L., *Régimen jurídico...*, cit., p. 413; FERRARINI, G., *La responsabilità...*, cit., pp. 42-44; GRIMALDOS GARCÍA, M.I., *Responsabilidad...*, cit., pp. 96-98; VALMAÑA OCHAÍTA, M., *La responsabilidad...*, cit., pp. 76-78. Posteriormente el régimen de la *BörsG* se comenzó a aplicar también a la responsabilidad derivada del folleto de ofertas públicas de venta por remisión del art. 13 de la *Verkaufprospektgesetz*, introducida en 1990 con la transposición de la Directiva 89/298/CEE, de 17 de abril de 1989, por la que se coordinan las condiciones de elaboración, control y difusión del folleto que debe publicarse en caso de oferta pública de valores negociables –Directiva de Emisiones–.

152. En Italia, hasta el momento de la trasposición de la Directiva de Folletos, eran de aplicación las reglas generales de responsabilidad contenidas en su Código Civil. No obstante, es de señalar que tanto doctrina como jurisprudencia hicieron un esfuerzo

32. La Directiva únicamente establece en materia de responsabilidad civil derivada del folleto dos cuestiones de forma específica. Por una parte, señala sobre qué sujetos debe, al menos, recaer la responsabilidad por el contenido de este, responsabilidad que, como decimos, queda regulada en cada Derecho nacional. Por otra parte, establece una limitación: en principio no cabe exigir, de acuerdo con esas normas nacionales, responsabilidad civil alguna sobre la base de la nota de síntesis¹⁵³.

33. La trasposición de la Directiva a Derecho español ha introducido, como adelantábamos, un régimen especial de responsabilidad civil en nuestro ordenamiento¹⁵⁴. Este régimen especial de responsabilidad civil derivada del folleto ha desplazado en su ámbito al régimen general. Sin embargo, el régimen especial no es un régimen completo, lo que nos va a obligar a acudir puntualmente en los extremos no regulados por este a las normas de régimen general de responsabilidad civil en el ordenamiento español para colmar lagunas. En ello, aunque el punto de partida

especial para adaptar estas normas a la problemática específica que se planteaba en estos supuestos El tratamiento de la responsabilidad derivada del folleto en clave precontractual –regulada en el art. 1337 del *Codice Civile*– es la que prevaleció en la doctrina y jurisprudencia italianas. *Vid.* así FERRARINI, G., *La responsabilità...*, *cit.*, *passim*. Por lo que hace a la jurisprudencia, la primera sentencia italiana en la materia es la Sentencia del Tribunal de Milán de 11 de enero de 1988 en la que los suscriptores de una emisión de obligaciones convertibles de Dal Vera Spa se dirigen contra el colocador de la emisión, el American Service Bank, tras la quiebra de la sociedad emisora para exigirle responsabilidad por los daños causados por las informaciones engañosas contenidas en el folleto informativo. El Tribunal se inclina por entender en clave precontractual la responsabilidad del colocador por el folleto elaborado por el emisor, al haber incentivado la compra de los valores por los inversores y, más en general, por haber despertado la confianza del mercado al participar en la operativa promocional en su calidad de profesional. *Vid.* al respecto DEL CAÑO PALOP, J.R., “Responsabilidad por el folleto informativo de una emisión a cargo de un no suscriptor del mismo (Sentencia del Tribunal de Apelación de Milán de 2 de febrero de 1990)”, *RDBB*, núm. 42, 1991, 399-495, pp. 489-495. Cuál es la naturaleza de la *culpa in contrahendo* ha sido objeto de un intenso debate en el que se ha impuesto el entendimiento de que ha de aplicársele el régimen de la responsabilidad contractual, que es más tuitivo del inversor al invertir la carga de la prueba. Tradicionalmente, la doctrina había entendido que se le había de aplicar el régimen de la culpa aquiliana. En este régimen, a diferencia de lo que señalamos que ocurría en el ordenamiento alemán, sí se responde por culpa, pero no permite la inversión de la carga de la prueba de esta, de manera que no proporciona uno de los elementos fundamentales de tutela del inversor. *Vid.* FERRARINI, G., *La responsabilità...*, *cit.*, pp. 49-50; FERRARINI, G./LEONARDI, M., “Italy”, en HOPT, K./VOIGT, H.-C. (Eds.), *Prospekt- und Kapitalmarktinformatiionshaftung*, Mohr Siebeck 2005, pp. 713-730, p. 717.

153. Art. 6.1 sobre los sujetos responsables y 6.2 II de la Directiva en relación con la nota de síntesis. En la transposición española que recoge las modificaciones sufridas por la Directiva de Folletos se establece este principio en relación con la nota de síntesis y se añade la siguiente salvedad: “a no ser que dicho resumen sea engañoso, inexacto o incoherente en relación con las demás partes del folleto, o no aporte, leído junto con las otras partes del folleto, información fundamental para ayudar a los inversores a decidir si invierten o no en los valores”.

154. Art. 28 de la LMV y Capítulo IV del RD 1310/2005.

ha de ser, naturalmente, el Código Civil, se han de tener en cuenta los objetivos que la normativa del mercado de valores trata de alcanzar y a los que nos hemos referido en páginas anteriores para hacer una construcción que respete los intereses que este sector del ordenamiento trata de proteger.

34. A lo largo de este epígrafe, en lo posible vamos a tratar unitariamente el régimen de la responsabilidad derivada del folleto. Sin embargo, hay que tener en cuenta que las OPVs son operaciones muy complejas en las que son muchos los sujetos intervinientes y en que determinadas cuestiones van a variar en función de quién sea el sujeto responsable. En esos casos desglosaremos el tratamiento en función de quién sea este.

3.2. Presupuestos objetivos de la responsabilidad

3.2.1. Introducción

35. Una cuestión que permite su tratamiento unitario es la de los presupuestos objetivos de la responsabilidad, por ser estos comunes a la responsabilidad de todos los posibles sujetos responsables¹⁵⁵. Son tres los elementos objetivos necesarios para que surja la responsabilidad civil derivada del folleto: un acto ilícito, que este provoque un daño y que exista una relación de causalidad entre el acto y el daño.

3.2.2. El folleto engañoso

a) Introducción

36. Según se establece en el artículo 28.3 LMV, se indemnizarán los daños causados “como consecuencia de las informaciones falsas o las omisiones de datos relevantes del folleto”. La responsabilidad nace, así, del incumplimiento de las obligaciones de información recogidas en el régimen del folleto, fundamentalmente las relativas a la situación económica y financiera del emisor así como a sus previsiones de futuro, y que tienen como fin inmediato que el inversor pueda formarse sobre su base un juicio fundado sobre la inversión¹⁵⁶.

155. Vid. GRIMALDOS GARCÍA, M.I., *Responsabilidad...*, cit., p. 107; VALMAÑA OCHAITA, M. *La responsabilidad civil...*, cit., p. 339.

156. Así, el art. 27 LMV establece que “El folleto contendrá toda la información que, según la naturaleza específica del emisor y de los valores, sea necesaria para que los inversores puedan hacer una evaluación, con la suficiente información, de los activos y pasivos, la situación financiera, beneficios y pérdidas, así como de las perspectivas del emisor, y eventualmente del garante, y de los derechos inherentes a tales valores. Esta información se presentará de forma fácilmente analizable y comprensible”. Por lo tanto, son aquellas deficiencias informativas que sean susceptibles de causar un vicio

37. De acuerdo con el tenor literal de la norma, que se reitera en el desarrollo reglamentario¹⁵⁷, el acto ilícito que da lugar al nacimiento de la responsabilidad es la existencia bien de informaciones falsas bien de omisiones de información en el folleto. En ambos casos se exige que estas sean relevantes. La normativa no lo establece expresamente, pero parece claro que es al inversor a quien corresponde probar tanto la existencia de la falsedad u omisión como la relevancia de esta¹⁵⁸. Esta es la solución también en el panorama comparado¹⁵⁹.

del consentimiento en el inversor las que hacen en su caso surgir la responsabilidad. Como señala ALONSO UREBA, A., "Artículo 21...", *cit.*, pp.487-488, "se produciría una situación paralela a la que constituye el fundamento de la doctrina del error como vicio del consentimiento".

157. Art. 37 del RD 1310/2005.

158. *Vid.* DE CARLOS BERTRÁN, L., *Régimen jurídico...*, *cit.*, p. 448; LÓPEZ MARTINEZ, M., *La responsabilidad...*, *cit.*, p. 210.

159. Así es en el ordenamiento estadounidense, que es el ordenamiento con el régimen más completo y que, además, ha servido de referencia a la hora de elaborar la legislación sobre mercados de valores en Europa. En efecto, en 1933 se introduce un régimen especial en el ordenamiento estadounidense en el marco del *new deal* a través de la *Section 11* del SA de 1933. Este régimen específico del Derecho del mercado de valores pretendió superar las carencias que presentaban estas acciones de *common law* para casos de responsabilidad por omisiones o inexactitudes relevantes del folleto. La responsabilidad que regula la SA de 1933 no solo cubre la derivada de las omisiones y falsedades esenciales en los folletos registrados ante la SEC –*Section 11*–, sino que abarca la responsabilidad derivada de aquellos folletos que, teniendo la obligación de ser registrados, no lo han sido –*Section 12.1*– y de las omisiones y falsedades esenciales difundidas por un medio distinto al folleto –*Section 12.2*–. El presupuesto de la responsabilidad es que la omisión o inexactitud del folleto sea esencial –*material fact*–, de manera que la decisión del inversor haya quedado viciada. Según la definición de la *Rule 405 Securities Act 1933* "the term material...limits the information required to those matters to which there is a substantial likelihood that a reasonable investor would attach importance in determining whether to purchase the security registered", o como recoge la sentencia *Escott et al. Plaintiffs, v. BarChris Construction Corporation, et al. Defendants*, No 62 Civ 3539, *United States Court for Southern District of New York*, 283 F. Supp. 643 (S.D.N.Y. 1968) "a fact which if it had been correctly stated or disclosed would have deterred or tended to deter the average prudent investor from purchasing the securities in question". *Vid.* DE CARLOS BERTRÁN, L., *Régimen jurídico...*, *cit.*, p. 409; HAZEN, T.L., *The Law of Securities Regulation*, West Publishing Co. 1996, pp. 328-329; LOSS, L./SELIGMAN, J., *Fundamentals of Securities Regulation*, Aspen, 1988, pp. 896 y ss.; VALMAÑA OCHAÍTA, M., *La responsabilidad...*, *cit.*, pp. 54-55. Para lograr la indemnización el inversor solo ha de probar la esencialidad de la inexactitud u omisión, de la que se derivaría ya necesariamente el daño, sin que sea necesario probar la relación de causalidad. *Vid.* VALMAÑA OCHAÍTA, M., *La responsabilidad...*, *cit.*, p. 56.

En el ordenamiento del Reino Unido, *vid.* la *Section 90* del *Financial Services and Markets Act* (FSMA), el *Schedule 10* del FSMA y en la *Prospectus Rule 5.5* de la nueva sección del *Financial Services Authority Handbook* (FSA Handbook), que establecen la legislación especial en materia de responsabilidad del folleto. Esta reglamentación, introducida con la transposición de la Directiva, no presenta novedades relevantes respecto de la regulación anterior en el *Financial Services and Markets Act*, para los valores admitidos a cotización, y en la *Public Offerings of Securities Regulation* (POSR) para los que no lo estaban. *Vid.* BOARDMAN, N., "United Kingdom" en VAN GERVEN, D. (Ed.), *Prospectus for the Public Offering of Securities in Europe*, Cambridge, 2009, pp.327-328.

b) Las informaciones falsas

38. En primer lugar, la responsabilidad surge por la introducción de informaciones falsas en el folleto. El término “falsas” utilizado en la normativa española debe ser interpretado en sentido amplio, de manera que abarque desde informaciones inexactas o faltas de actualidad hasta aquellas que carezcan de un fundamento razonable¹⁶⁰. De esta interpretación amplia se deriva que la “información falsa” como presupuesto de la responsabilidad no requiere la concurrencia de intencionalidad de la persona responsable de esta: comprende desde las meras inexactitudes hasta las informaciones no veraces introducidas a sabiendas¹⁶¹.

39. El aspecto que resulta en todo caso fundamental para que surja la responsabilidad es que la información defectuosa sea relevante a efectos de la formación del juicio del inversor. Solo si esta información es esencial para la correcta valoración de la inversión y la toma de decisión sobre esta, puede derivarse responsabilidad civil¹⁶². El estándar al que

Sobre la anterior regulación *vid.* ALCOCK, A., “Public Offers in the UK: the new Regime”, *The Company Lawyer*, Vol. 17, 1996, p. 265. Del mismo modo se regula la cuestión en el ordenamiento alemán, que establece la regulación en el Abschnitt 6 *Wertpapierprospektgesetz*, y en el ordenamiento suizo en los arts. 752 y 1156 II *Obligationenrecht*, y en el ordenamiento italiano en el art. 94, apartados 8 a 11 del *Testo Unico delle Finanza*. *Vid.* GIANNI, F./ MARANI, A./ GIUSTI, G., “Italy”, en VAN GERVEN, D. (Ed.), *Prospectus for the Public Offering of Securities in Europe*, Cambridge 2009, pp. 129-130; MAZZEO, M., “La responsabilità da prospetto”, *La Responsabilità Civile*, *UTET Giuridica*, junio 2007, pp. 571-576.

160. De acuerdo con la Real Academia de la Lengua el significado de la voz falsedades es: “Falta de conformidad entre las palabras, las ideas y las cosas”, www.rae.es, que entendemos que es lo suficientemente amplia como para abarcar los dos supuestos a los que nos referimos.

161. *Vid.* LÓPEZ MARTINEZ, M., *La responsabilidad...*, *cit.*, p. 196. Según VALMAÑA OCHAITA, M., *La responsabilidad...*, *cit.*, pp. 335-336, la expresión “informaciones falsas” que se incluye en la LMV y en el RD 1310/2005, en lugar del término “inexactas” que se utilizaba en la normativa anterior –aunque no en referencia a la responsabilidad civil, que no se regulaba– puede llevar a pensar que el legislador ha deseado restringir estos supuestos a los casos en que el responsable ha actuado intencionalmente y dejar fuera, por consiguiente, los supuestos en los que se actúa de manera negligente. Esta interpretación no parece admisible, como la propia autora reconoce. Desde su punto de vista, esta interpretación no se adecúa a los fines de protección del inversor ni a las soluciones que se dan a la cuestión en el Derecho comparado. Adicionalmente, el legislador al referirse a la responsabilidad civil derivada del resumen, establece que esta no será exigible salvo “que dicho resumen sea engañoso, inexacto o incoherente en relación con las demás partes del folleto” –art. 17.1 c) del RD 1310/2005, que transpone literalmente lo dispuesto en el art. 6.2 II de la Directiva–. Esto es, en este punto sí que se prevé que se responda por “inexactitudes”. Si el legislador comunitario ha querido que se responda en tales supuestos del contenido del resumen –y solo en estos supuestos, por cuanto en principio no se responde del contenido de este–, parece razonable que no quisiese restringir la responsabilidad en relación con el resto del folleto informativo dejando fuera de los presupuestos objetivos las inexactitudes.

162. Esta posición resulta congruente con la finalidad inmediata de la información contenida en el folleto: proteger al inversor garantizando que este puede tomar una deci-

hay que atender para la valoración de la relevancia de las informaciones, teniendo en cuenta que el destinatario de las OPVs es el inversor minorista, es el de un inversor medio razonable¹⁶³.

40. Las previsiones de futuro del emisor pueden llegar a ser informaciones falsas cuando carezcan de un fundamento razonable o no existan datos que las sostengan, así como cuando se omita la advertencia en el folleto de que se está ante datos de carácter valorativo. Nos referimos en especial a estas previsiones que introducen los emisores por cuanto gran parte de las reclamaciones que los inversores han llevado a cabo en otras jurisdicciones están basadas en estas¹⁶⁴.

c) Las omisiones

41. En segundo lugar, la omisión de información relevante también es presupuesto de la responsabilidad¹⁶⁵. Según hemos señalado, el Reglamento nº 809/2004 establece los modelos de folletos en los que se detalla la información que, dependiendo del tipo de emisor y el tipo de valores, se ha de proporcionar. La CNMV será la encargada de solicitar del oferente, caso de que este presente a su aprobación un folleto que omita datos obligatorios, que complete la información¹⁶⁶. Por lo tanto, aunque no es imposible que haya alguna omisión relevante, sí que resulta al menos improbable que se produzca¹⁶⁷.

42. Más allá de la información que la normativa exige que se pro-

sión de inversión informada. Solo si la información defectuosa o insuficiente es relevante a efectos de la formación de su juicio, puede haber llevado al inversor a realizar una inversión que en otro caso no habría realizado o que solo habría realizado a un precio inferior. Por lo tanto, solo en estos casos es un presupuesto de la responsabilidad civil. Además, esta solución es la adoptada en Derecho comparado *vid. supra* núm. 37 y nota núm. 159. En la doctrina española *vid.* GRIMALDOS GARCÍA, M.I., *Responsabilidad...*, *cit.*, pp. 216-129; LÓPEZ MARTINEZ, M., *La responsabilidad...*, *cit.* pp. 200-202; VALMAÑA OCHAITA, M., *La responsabilidad...*, *cit.*, pp. 343-346.

163. *Vid. inter alia* GRIMALDOS GARCÍA, M.I., *Responsabilidad...*, *cit.*, pp. 127-129.

164. *Vid.* VALMAÑA OCHAITA, M., *La responsabilidad...*, *cit.*, p. 398.

165. Por lo que hace a la relevancia de la información omitida, nos remitimos a lo dicho en relación con la inclusión de informaciones falsas, *supra* núm. 39.

166. Una de las facultades de las que goza la CNMV de acuerdo con el art. 44.1 a) del RD 1310/2005 es la de "exigir que el responsable del folleto complete la información aportada para cumplir con lo requerido por el correspondiente apartado del modelo del folleto". En cuanto al procedimiento a seguir, el art. 24.4 establece que "cuando la CNMV considere que el folleto presentado es incompleto, deberá notificar la información adicional que se precise a la persona que solicite la admisión a negociación dentro de los plazos previstos en el apartado anterior".

167. *Vid.* LÓPEZ MARTINEZ, M., *La responsabilidad...*, *cit.*, p. 207; VALMAÑA OCHAITA, M., *La responsabilidad...*, *cit.*, p. 350.

porcione de manera imperativa, la persona que elabora el folleto puede proporcionar cuantas informaciones adicionales como considere pertinentes. Por ello, se ha dado en hablar del carácter abierto del folleto. La doctrina ha entendido que este carácter abierto abre la posibilidad de que el oferente omita datos que, sin ser de obligada inclusión, sean relevantes para la formación del juicio del inversor. De esta omisión puede también derivarse responsabilidad¹⁶⁸.

43. Por otra parte, se ha previsto expresamente en la normativa la posibilidad de que la CNMV permita al emisor que no incluya determinados datos obligatorios. En concreto, la CNMV puede autorizar la omisión de información en tres circunstancias¹⁶⁹: cuando la difusión de la información sea contraria al interés público, cuando la difusión sea gravemente perjudicial para el emisor, siempre que no sea probable que induzca a engaño, y cuando dicha información sea de escasa relevancia. Cabe preguntarse si de la omisión de información en la segunda de las circunstancias mencionadas, *i.e.* cuando la difusión de la información fuese gravemente perjudicial para el emisor en caso de que esta sí haya inducido a engaño pese a que no fuese probable que tal cosa sucediera¹⁷⁰. Pues bien, a nuestro juicio si la autoridad competente ha dado su autorización para no incluir determinada información, el emisor no incurrirá en responsabilidad si finalmente de la omisión se deriva un daño.

44. Nos referiremos con la expresión “folletos engañosos” tanto a aquellos folletos en los que se haya incluido información falsa como aquellos en los que se haya omitido información relevante. Esto es, a todos aquellos folletos sobre la base de los cuales el inversor no pueda formarse un juicio fundado sobre la inversión¹⁷¹. Esta expresión tiene la virtud de incidir en la idea de que la omisión o la falsedad hay que apreciarla en relación con el conjunto del folleto: este no debe proporcionar una imagen global engañosa del emisor y de la emisión. En este sentido, también estaremos ante un folleto engañoso cuando, aun siendo los datos que se incluyen en este veraces, por la forma en que se presentan estos la imagen global que se forma el inversor de la empresa y del emisor no se corresponda con la realidad.

168. Vid. LÓPEZ MARTINEZ, M., *La responsabilidad...*, cit., p. 208. VALMAÑA OCHAITA, M., *La responsabilidad...*, cit., pp. 350 y ss.

169. El artículo 27.4 de la LMV prevé el desarrollo de esta cuestión mediante orden ministerial. Este desarrollo se ha producido a través del art. 4 de la Orden EHA/3537/2005.

170. Este artículo establece la posibilidad de omitir la información siempre “que no fuera probable que la omisión induzca a engaño al público en relación con hechos y circunstancias esenciales para hacerse un juicio fundado del emisor o garante, y de los derechos inherentes a los valores a los que se refiere el folleto”.

171. Vid. GRIMALDOS GARCÍA, M.I., *Responsabilidad...*, cit., *passim*. La expresión, que es muy gráfica, es una traducción de la terminología anglosajona *misleading prospectus*.

d) El suplemento

45. Cuando en un momento posterior a la aprobación del folleto y anterior al cierre de la oferta pública se tenga constancia de que en el folleto se han incluido informaciones falsas u omisiones relevantes o bien aparezcan nuevos factores que hagan obsoletos los datos del folleto, el oferente está obligado a elaborar, someter a aprobación y publicar un suplemento en las mismas condiciones en las que se hizo con el propio folleto¹⁷². La publicación de tal suplemento da derecho a la retirada de la aceptación de los inversores que ya hubiesen concurrido a la oferta¹⁷³. Por tanto, como es natural, cuando la información defectuosa se corrige mediante la publicación del folleto, de ella no se deriva responsabilidad civil¹⁷⁴.

e) Resumen y responsabilidad civil

46. Conforme a la normativa vigente, no cabe exigir responsabilidad únicamente sobre la base del resumen. Este documento, que se prevé que sea breve y esté escrito en un lenguaje no técnico, debe leerse solo como introducción al folleto: toda decisión de inversión ha de tomarse atendiendo al folleto en su conjunto¹⁷⁵. Según señalábamos en las páginas precedentes, la responsabilidad se deriva del contenido del folleto solo si esta ha podido afectar a la formación del juicio del inversor. Habida cuenta de que sobre la base del resumen no cabe tomar la decisión de inversión, sino que solo cabe tomarla sobre el folleto en su conjunto, únicamente del contenido del resumen no puede derivarse responsabilidad. De ahí que solo sea posible exigir responsabilidad por el resumen en los supuestos en los que este sea “engñoso, inexacto o incoherente *en relación con* las demás partes del folleto o no aporte, leído junto con

172. Art. 22 del RD 1310/2005 que transpone el art. 16.1 de la Directiva.

173. Art. 40. 1 f del RD 1310/2005, que transpone el art. 16.2 de la Directiva.

174. Así se contempla en el art. 36 del RD 1310/2005 que, al referirse al nacimiento de la responsabilidad, añade “siempre y cuando la información falsa o la omisión de datos relevantes no se haya corregido mediante un suplemento al folleto informativo o se haya difundido al mercado antes de que dichas personas hubiesen adquirido los valores”. Un caso distinto se prevé en el art. 40. 2 del RD 1310/2005 cuando se establece que “cuando excepcionalmente, una vez cerrado el período de suscripción o venta, se produzca un cambio sustancial en los derechos de los tenedores no previsto en el folleto informativo de oferta pública de venta o suscripción, el emisor de los valores informará al público sin demora de dicho cambio a través del mismo medio utilizado para la publicación del folleto”. En estos supuestos existe la obligación de informar de los cambios a los inversores, pero el cumplimiento de la obligación no impide que se incurra en responsabilidad, toda vez que los inversores, puesto que la oferta estaba ya cerrada, no han tenido oportunidad de revocar su aceptación. Sin embargo, los responsables no van a responder frente a los adquirentes en los mercados secundarios que hayan adquirido una vez hechas públicas las nuevas circunstancias. *Vid.* VALMAÑA OCHAITA, M., *La responsabilidad...*, cit., p. 529.

175. Art. 27. 3 de la LMV.

las otras partes del folleto, información fundamental para ayudar a los inversores a la hora de determinar si invierten o no en los valores” –la cursiva es nuestra¹⁷⁶.

3.2.3. El daño

47. El segundo elemento necesario para que surja la responsabilidad es que el inversor sufra un daño como consecuencia del folleto engañoso. Una vez cerrada la oferta, al conocerse que la información contenida en el folleto era defectuosa, se produce la consiguiente caída en la cotización de los valores objeto de la oferta y con ella el daño patrimonial al inversor¹⁷⁷. El supuesto típico es que se conozca de las falsedades del folleto, generalmente relativas al verdadero estado económico y financiero del emisor, en el momento en el que este entra en estado de insolvencia. Será, pues, en ese momento cuando la información se haga pública provocando la depreciación de los valores y el consiguiente daño patrimonial a los inversores. En ausencia de mención expresa en la normativa especial, la carga de la prueba de la existencia del daño corresponde al inversor de conformidad con las reglas generales¹⁷⁸.

3.2.4. El nexo causal

48. El último elemento que ha de concurrir para que surja la respon-

176. Art. 28.4 de la LMV. El último inciso – “o no aporte, leído junto con las otras partes del folleto, información fundamental para ayudar a los inversores a la hora de determinar si invierten o no en los valores” – ha sido introducido por el RD-ley 24/2012, de 31 de agosto, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, en transposición de la Directiva 2010/73/CE, de 24 de noviembre de 2010 por la que se modifican la Directiva 2003/71/CE sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores y la Directiva 2004/109/CE sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado. Por el contrario, en la Propuesta de la Comisión, de fecha 23 de septiembre de 2009, que finalmente no salió adelante en aquellos términos, la nota de síntesis, como fuente fundamental de información al inversor, pasaba a ser un documento con mayor enjundia. En su art. 5.2. se proponía añadir: “El formato y el contenido de la nota de síntesis del folleto aportarán información fundamental que permita a los inversores adoptar decisiones de inversión fundadas y comparar los valores con otros productos de inversión”. Por tanto, ya no se trataba de un documento sobre cuya base no se pudiesen tomar decisiones de inversión. Como consecuencia de ello se ampliaba también el régimen de responsabilidad por su contenido: también se podía exigir cuando no aportase “información fundamental que permita a los inversores adoptar decisiones de inversión fundadas y comparar los valores con otros productos de inversión”.

177. Naturalmente es posible que los valores objeto de la oferta no se negocien en un mercado organizado. No obstante, nos referimos a esta posibilidad porque es el supuesto más habitual.

178. DE CARLOS BERTRÁN, L., *Régimen jurídico...*, cit., p. 448; SÁNCHEZ-CALERO GUILLARTE, J., “Las ofertas públicas...”, cit., pp. 1322-1323.

sabilidad es el nexo causal entre el folleto engañoso y el daño sufrido por el inversor. En los supuestos de responsabilidad del folleto podemos hablar de un “doble nexo causal”. De un lado, es necesario que el inversor haya basado su decisión de invertir en la información del folleto que ha resultado ser engañosa, *i.e.* es necesaria la denominada *reliance*, en terminología anglosajona. De otro lado, se exige que haya sido la difusión sobre la verdadera situación del emisor la que haya causado el descenso de la cotización de los valores que ha supuesto un daño para los inversores.

49. La nueva normativa no ha especificado a quién corresponde la carga de la prueba de ambos extremos. Por lo tanto, para colmar esta laguna se hace necesario acudir a las normas generales de responsabilidad extracontractual. En principio, de acuerdo con estas corresponde al inversor la prueba de ambos nexos causales –*reliance* y depreciación por la difusión de la nueva información–. Sin embargo, la doctrina española, en consonancia con lo que se ha mantenido en el panorama comparado, ha abogado por una inversión de la carga de la prueba¹⁷⁹. La prueba de la confianza en el contenido del folleto es una prueba muy difícil de establecer. Más cuando el inversor es un minorista que no habrá leído el folleto sino que habrá seguido la corriente inversora generada por los inversores sofisticados que sí lo habrán hecho. Lo mismo puede decirse de la depreciación de los valores. Por ello, parece razonable presumir tanto que el inversor ha confiado en la información contenida en el folleto a la hora de invertir como que la bajada de las cotizaciones es consecuencia del conocimiento de que el folleto era engañoso.

50. Por lo que hace a la confianza en el folleto a la hora de invertir, además de la dificultad práctica que entrañaría para los inversores demostrar tal confianza, dificultad que redundaría en una menor posibili-

179. En la doctrina española existe unanimidad en la cuestión. *Vid.* DE CARLOS BERTRÁN, L., *Régimen jurídico...*, *cit.*, p. 447; GRIMALDOS GARCÍA, M.I., *Responsabilidad...*, *cit.*, pp. 134-139; LÓPEZ MARTINEZ, M., *La responsabilidad...*, *cit.*, pp. 211-217; TAPIA SÁNCHEZ, M.R., “Consecuencias civiles...”, *cit.*, p. 83; VALMAÑA OCHAITA, M., *La responsabilidad...*, *cit.*, pp. 374-381. En el panorama comparado esta es también la respuesta mayoritaria. *Vid.* por ejemplo en relación con el ordenamiento estadounidense LOSS, L./SELIGMAN, J., *Fundamentals...*, (1988), *cit.*, pp. 896-897, que señalan que con probar las inexactitudes del folleto se entiende probada la relación de causalidad. Por el contrario, el ordenamiento suizo ha sido más restrictivo y, a diferencia de lo que ocurre en otras jurisdicciones a las que nos hemos referido, la causalidad no se presume sino que ha de ser probada. Como señala ZUFFEREY, J.B., “Chapitre premier: Du prospectus obligatoire pour les émissions”, en TERCIER, P./AMSTUTZ, M. (Eds.), *Commentaire Rommand. Code des obligations II*, Helbing Lichtenhan, 2003, pp. 2615-2645, p. 2637, se requiere la prueba de la probabilidad de la causalidad. *Vid.* en este mismo sentido CORBOZ, B., “Chapitre VI: Responsabilité”, en TERCIER, P./AMSTUTZ, M. (Eds.), *Commentaire Rommand. Code des obligations II*, Helbing Lichtenhan, 2003, pp. 1344-1424, p. 1350; KALSS, S., “Recent developments in liability for nondisclosure of capital market information”, *International Review of Law and Economics*, núm. 27, 2007, pp. 70-95, p. 88.

dad de obtener resarcimiento por el daño sufrido, se puede esgrimir para justificar que se presume su existencia que los folletos, como ya hemos señalado en otro lugar, no están pensados para que los lea el inversor minorista sino los profesionales a través de los que actúa en los mercados de valores y a través de los cuales la información se va diseminando en estos¹⁸⁰. De esta manera, la publicación del folleto acaba por crear lo que algunos han denominado una “tendencia inversora”. En último término, esta información que se ha difundido se reflejará en el precio de los valores que será el indicador para el inversor sobre el valor de estos sin necesidad de haber basado su decisión directamente en el folleto¹⁸¹. Por lo tanto, parece razonable, como decíamos, presumir que el inversor ha confiado en el folleto para tomar su decisión inversora durante los doce meses de vigencia del folleto informativo.

51. En cuanto a la prueba del nexo causal entre la bajada de los precios de los valores y la difusión de la información sobre el emisor, también se plantean problemas prácticos en un mercado donde pueden ser múltiples los factores que afecten a las cotizaciones. La solución más razonable es presumir *iuris tantum* la existencia del nexo causal y permitir al demandado probar la concurrencia de otras causas que hayan afectado a la bajada de las cotizaciones, como por ejemplo el deterioro de la situación económica general, que puedan contribuir a disminuir el *quantum* indemnizatorio o directamente romper el nexo causal¹⁸².

3.2.5. Recapitulación parcial

52. En síntesis, son tres los elementos que han de concurrir para que surja la responsabilidad del folleto: un folleto engañoso, *i.e.* un folleto con deficiencias informativas susceptibles de afectar a la formación

180. Como señala GRIMALDOS GARCÍA, M.I., “La responsabilidad civil derivada del folleto en el ordenamiento portugués y el nuevo artículo 28 de la ley del mercado de valores (ex Real Decreto Ley 5/2005, de 11 de marzo), *RDBB*, núm. 100, 2005, pp. 141-175, p. 164, en la mayor parte de las ocasiones no los leen los inversores sino que estos simplemente confían en el criterio de los intermediarios, por lo que la prueba de la cuestión sería imposible.

181. En términos de GRUNDMANN, S., *European company...*, *cit.*, p. 402, “it is immaterial that a large number of market participants cannot or do not process the information given under primary market law. The reason is that the price mechanism, which guides market development, is already triggered by a number of investors who are able to act rationally and maximize chances on the basis of the information given”. Por su parte, DE CARLOS BERTRÁN, L., *Régimen jurídico...*, *cit.*, p. 446, pone el énfasis en el “estado favorable” que crea un folleto en los mercados. *Vid.* también LÓPEZ MARTINEZ, M., *La responsabilidad...*, *cit.*, pp. 213-217; VALMAÑA OCHAITA, M., *La responsabilidad...*, *cit.*, pp. 379-380.

182. *Vid.* GRIMALDOS GARCÍA, M.I., *Responsabilidad...*, *cit.*, p. 141; VALMAÑA OCHAITA, M., *La responsabilidad...*, *cit.*, p. 381.

del juicio del inversor, un daño patrimonial y una relación de causalidad entre el folleto engañoso y el daño. El inversor deberá probar, para ser indemnizado, la existencia de la falsedad u omisión, la relevancia de esta, es decir, la idoneidad de esta para viciar la voluntad del inversor, y la existencia del daño patrimonial. Probado esto, la existencia del nexo causal se ha de presumir. Esta solución parece la más acorde con el objetivo de protección del inversor que trata de alcanzar la normativa del mercado de valores.

3.3. La legitimación

3.3.1. Legitimación activa

53. Los inversores que hayan adquirido los valores como consecuencia de de las informaciones falsas o las omisiones de datos relevantes dentro del periodo de vigencia del folleto pueden reclamar el resarcimiento de todos los daños y perjuicios que su compra les haya causado¹⁸³. Así, tienen legitimación activa para ejercitar la acción resarcitoria tanto los inversores que han adquirido directamente del oferente en el mercado primario como aquellos que lo hayan hecho posteriormente en el mercado secundario, siempre que hayan adquirido dentro del periodo de vigencia del folleto que es de doce meses desde su aprobación y con independencia de que sean propiamente los valores objeto de la oferta u otros de iguales características del mismo emisor¹⁸⁴. Esta conclusión se deduce de la lectura conjunta de la LMV y su desarrollo reglamentario. De un lado, la LMV se refiere genéricamente a “los titulares de los valores”, expresión lo suficientemente amplia como para abarcar a aquellos que adquieren en el mercado primario y a los que lo hacen en el mercado secundario. De otro lado, el RD 1310/2005 se refiere a los inversores que hayan adquirido “los valores a los que se refiere el folleto durante su periodo de vigencia”.

54. La dificultad interpretativa que podría plantearse en relación con los adquirentes en el mercado secundario es que se entendiese de manera restrictiva la expresión “personas que hayan adquirido...los valores a los que se refiere el folleto”. Cabría en ese caso entender como tales exclusivamente a los inversores que adquirieran valores objeto de la oferta y no otros con las mismas características que ya se estuvieran negociando en el mercado. Como ha puesto de relieve la doctrina, tal interpretación supone desconocer cuáles son las características del objeto de negocia-

183. Art. 28.3 de la LMV y art. 36 del RD 1310/2005.

184. *Vid.* GRIMALDOS GARCÍA, M.I., “Algunos apuntes acerca del desarrollo reglamentario del régimen de la responsabilidad civil derivada del folleto”, *RDBB*, núm.102, 2006, pp. 271-279, pp. 278-279. El plazo de vigencia del folleto viene establecido en el art. 27 del RD 1310/2005.

ción en los mercados de valores, pues resulta imposible determinar si los valores adquiridos son, pongamos por caso, las acciones emitidas con ocasión de una ampliación de capital social u otras acciones de la misma clase que ya se estuvieran negociando en el mercado. La fungibilidad de los valores hace imposible determinar si los concretos valores adquiridos son o no los que han sido objeto de la oferta¹⁸⁵.

Además del problema de prueba al que nos referimos, que supondría en definitiva negar la legitimación activa a los adquirentes en el mercado secundario, se plantea una cuestión de fondo que resulta relevante. Según señalábamos antes, a través del folleto se ha introducido una información en el mercado, de manera que durante el periodo de vigencia de este se ha generado una tendencia inversora, independientemente de que el inversor haya adquirido esos valores concretos o unos similares. Por lo tanto, entendemos que no se justifica el diferente trato entre unos inversores y otros, de forma que, si el inversor ha comprado valores de la misma clase dentro de ese periodo, podrá ejercitar la acción del régimen especial¹⁸⁶. Además, esta es la solución predominante en el panorama comparado.

55. Una segunda dificultad que podría plantearse en materia de legitimación activa es la de dilucidar si se puede entender que los inversores que ya hayan vendido los valores en el momento en que se conozca la existencia de un folleto engañoso, siempre que hayan sufrido un daño patrimonial como consecuencia de ello antes de vender estos, tienen legitimación activa para ejercitar la acción. Antes de que existiera una normativa *ad hoc*, la doctrina interpretaba que estos inversores sí gozaban de legitimación activa, ajustando por supuesto el *quantum* indemnizatorio al daño sufrido, *i.e.* el daño resarcible se concretaba en la diferencia entre el precio que pagaron y el precio al que vendieron¹⁸⁷. Aunque la actual redacción del art. 28.3 LMV que se refiere a “los titulares de los valores” puede dificultar esa conclusión, esta sigue siendo la solución más razonable y más acorde con el principio de protección del inversor.

185. *Vid.* LÓPEZ MARTINEZ, M., *La responsabilidad...*, *cit.*, pp. 298-301, que pone el énfasis sobre la cuestión de la fungibilidad de los valores y el funcionamiento del sistema de compensación y liquidación, que hace imposible probar con certeza que los valores son los que fueron objeto de la oferta.

186. Llegan a la misma conclusión DE CARLOS BERTRÁN, L., *Régimen jurídico...*, *cit.*, pp. 421-422; LÓPEZ MARTINEZ, M., *La responsabilidad...*, *cit.*, p. 302. Por el contrario, VALMAÑA OCHAITA, M., *La responsabilidad...*, *cit.*, p. 553, entiende que la expresión que usa el artículo hace que solo tengan legitimación activa los inversores que hayan adquirido en el mercado secundario de los inversores primeros adquirentes porque son los únicos que pueden acreditar que los valores proceden de la oferta.

187. *Vid.* LÓPEZ MARTINEZ, M., *La responsabilidad...*, *cit.*, p. 292.

3.3.2. Sujetos potencialmente responsables

56. En este punto vamos únicamente a señalar qué sujetos pueden responder del contenido del folleto conforme al ordenamiento español. Las condiciones en que lo hagan será cuestión que se abordará en los siguientes epígrafes. El régimen especial de responsabilidad del folleto establece que serán responsables por el contenido de este documento los siguientes sujetos¹⁸⁸: (i) el emisor: generalmente será el oferente de los valores aunque en determinados supuestos serán personas distintas; (ii) el oferente: como decimos generalmente será el emisor, aunque no necesariamente ha de ser así; (iii) los administradores del responsable –emisor u oferente–; (iv) el garante, en el caso de haberlo; (v) la entidad directora; (vi) las personas que hayan autorizado total o parcialmente el contenido del folleto y otras personas que hayan aceptado asumir responsabilidad, en ambos casos siempre que ello figure en el folleto.

57. En una primera lectura lo primero que llama la atención es la ausencia de las entidades colocadoras dentro del círculo de posibles responsables establecido en la normativa especial. Una posible responsabilidad de estas entidades tendría que estar, pues, fundada en las normas generales de Derecho civil. Sobre esta posibilidad nos pronunciaremos más adelante¹⁸⁹.

58. En el panorama comparado es en relación con el círculo de potenciales responsables donde aparecen las principales diferencias entre los regímenes nacionales. Entre los países que tradicionalmente han contado con un régimen de responsabilidad derivada del folleto se han distinguido dos modelos:

(i) Los países de ámbito anglosajón, en particular EEUU y Reino Unido, tradicionalmente han contado con el régimen de responsabilidad del folleto más completo caracterizado por contar con un catálogo de posibles responsables. Dentro de los países de ámbito anglosajón cabría incluir a Portugal por las similitudes que presenta su legislación¹⁹⁰.

188. Arts. 33 a 35 del RD 1310/2005. Nótese que en la trasposición el legislador español ha ido más allá de lo establecido por la Directiva, que únicamente exigía que la responsabilidad recayese sobre el emisor, el oferente, sus administradores y el garante –art. 6.1 de la Directiva–.

189. *Vid infra* núms. 85 y 86.

190. El régimen de responsabilidad derivada del folleto se contiene en los arts. 149 y siguientes del *Código do Valores Mobiliarios* (CVM) y guarda una enorme semejanza con los sistemas de ámbito anglosajón. Como pone de relieve VALMAÑA OCHAITA, M., *La responsabilidad...*, cit., pp. 68-69, en el preámbulo al *Código do Mercado do Valores Mobiliarios* de 1991, que en 1999 fue sustituido por el régimen actual, se hacían continuas referencias al sistema británico y norteamericano, en los que la regulación portuguesa se ha inspirado. Prueba de ello es que el *Código do Valores Mobiliarios* comparte con estos muchos de los caracteres que les son propios: establece la obligación de

Asimismo, los países que han introducido un régimen de responsabilidad civil especial con la transposición de la Directiva de Folletos han optado también por establecer expresamente qué sujetos pueden potencialmente responder. Este es el caso, como ya hemos señalado, de España y también de Italia. Dentro de los países que han optado por establecer un catálogo de responsables, las mayores diferencias se presentan en relación con la responsabilidad de los intermediarios¹⁹¹.

indemnizar a los inversores por los daños causados por omisiones o inexactitudes relevantes en el folleto y, una vez que el inversor ha probado esta relevancia, se presume la relación de causalidad respecto del daño sufrido; incluye un listado de los responsables, cuya responsabilidad es solidaria, y de las causas de exoneración que corresponde a los demandados demostrar con el fin de no responder; se responde, en principio, por culpa, aunque en determinados casos la responsabilidad es objetiva. Es, en definitiva, un régimen muy completo y exhaustivo, en la línea del modelo normativo del ámbito anglosajón. *Vid.* al respecto GRIMALDOS GARCÍA, M. I., “La responsabilidad civil derivada del folleto en el ordenamiento portugués...”, *cit.*, pp. 141-175.

191. En el ordenamiento estadounidense el elenco de responsables se recoge en el caso de la SA en la *Section 11 a) 1-5*. En síntesis, y tal y como recoge GRIMALDOS GARCÍA, M.I., *Responsabilidad...*, *cit.*, p. 92, los responsables enumerados en este listado lo son en virtud de su participación legalmente exigida o voluntaria en la elaboración del folleto. Los sujetos que pueden ser demandados son: (i) El emisor u oferente. (ii) Sus directivos principales y, si se trata de una compañía extranjera, su representante autorizado en los EEUU. La *Section 11 a) 1* establece que serán responsables todas las personas obligadas a firmar el *registration statement*, documento que se presenta ante la SEC y dentro del que se inserta el folleto. Según la *Section 6 SA*, este debe estar firmado al menos por “each issuer, its principal executive officer or officers, its principal financial officer, its controller or principal accounting officer, and the majority of its board of directors or persons performing similar functions (or, if there is no board of directors or persons performing similar functions, by the majority of the persons or board having the power of management of the issuer), and in case the issuer is a foreign or Territorial person by its duly authorized representative in the United States”. Por tanto, los sujetos potencialmente responsables incluidos en (i) e (ii) son aquellos que tiene la obligación de firmar el folleto. (iii) Los administradores del emisor u oferente. (iv) Las entidades colocadoras –*underwriters*–. (v) Los expertos nombrados con su consentimiento en el folleto respecto de la parte elaborada por ellos. La *Section 11 a) 4* menciona a modo de ejemplo “every accountant, engineer, or appraiser”. (vi) Cualquier persona que controle a los anteriores –*Section 15 SA*–. La responsabilidad de todos ellos, a excepción de la del llamado *outside director*, es solidaria –*Section 11 f) SA*–.

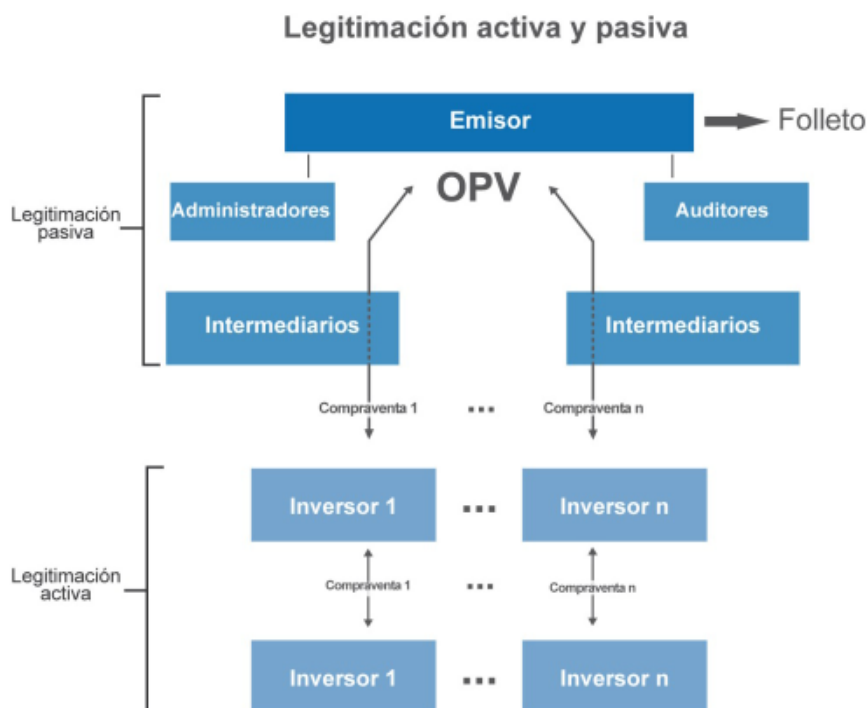
En el Reino Unido, tras la trasposición de la Directiva de Folletos, el listado de responsables frente al inversor en caso de *equity, warrants* o de valores con las mismas características varía ligeramente respecto del que se establece en relación con los demás valores. En el caso de los valores participativos, responden ante el inversor: (i) el emisor u oferente; (ii) sus administradores; (iii) aquellos que hayan aceptado responsabilidad por el folleto; (iv) aquellos que hayan autorizado su contenido –*Prospectus Rule 5.5.3*–. En cambio, para todos los demás valores, el listado deja fuera a los administradores del emisor u oferente –*Prospectus Rule 5.5.4*–. Tiene también interés llamar la atención sobre el hecho de que la lista de potenciales responsables es menos exhaustiva que la contenida en Derecho estadounidense. Por ejemplo, a diferencia de lo que ocurre en aquel, el Derecho británico no menciona expresamente dentro del círculo de responsables a los *underwriters*. *Vid.* DE CARLOS BERTRÁN, L., *Régimen jurídico...*, *cit.*, p. 412; VALMAÑA OCHAÍTA, M., *La responsabilidad...*, *cit.*, p. 64, que señala que, no obstante, tanto doctrina como jurisprudencia sí suelen incluirles dentro de este círculo.

En el ordenamiento italiano de los daños responden *ex art. 94 TUF*, en relación con

(ii) Los países de ámbito germánico, en particular Alemania y Suiza, en los que la delimitación del círculo de sujetos potencialmente responsables se realiza a través de un criterio funcional, *i.e.* se caracteriza por carecer de un listado de responsables de manera que estos quedan determinados mediante un criterio funcional, esto es, en atención a la capacidad de influencia sobre el folleto o a la confianza que hayan creado frente a los inversores en el sentido de que “respaldaban” la exactitud el contenido del folleto¹⁹².

la parte del folleto que sea de su competencia: (i) el emisor; (ii) el garante, si lo hubiere; (iii) el intermediario responsable de la colocación; (iv) aquellos que hayan asumido responsabilidad por el folleto.

192. De acuerdo con la legislación especial en materia de responsabilidad derivada del folleto, actualmente contenida en la *Wertpapierprospektgesetz*, los inversores perjudicados pueden dirigirse frente a aquellas personas que emitan el folleto y aquellas que asuman responsabilidad por él. *Vid.* §21 y § 22 *Wertpapierprospektgesetz*. Como señala WÜSTHOFF, A./KLÄSNER, B., “Germany”, en VAN GERVEN, D. (Ed.), *Prospectus for the Public Offering of Securities in Europe*, Cambridge, 2009, pp. 88-100, p. 98 y nota núm. 16, esta disposición abarcaría también a las personas con un interés económico directo sobre la oferta pública, como puede tener la sociedad matriz o un accionista mayoritario que pretende vender sus acciones en la oferta. De esta manera, no se introduce un listado de posibles responsables, como ocurre en el ámbito anglosajón, sino que se realiza una delimitación funcional de estos: serán responsables solidarios todos los sujetos con capacidad de influencia sobre el folleto o que hayan generado la confianza entre los inversores de que respondían de la veracidad de su contenido. *Vid.* VALMAÑA OCHAÍTA, M., *La responsabilidad...*, *cit.*, pp. 82-83 y nota núm. 104 con más referencias. Adicionalmente se establece que se han de incluir en el folleto las declaraciones de las personas que asuman responsabilidad por el contenido del folleto y se especifica que necesariamente han de asumirla junto al emisor los intermediarios financieros. *Vid.* WÜSTHOFF, A., KLÄSNER, B., “Germany”, *cit.*, p. 98. En el ordenamiento suizo, como ocurre en el caso de la legislación alemana, la delimitación del círculo de sujetos con legitimación activa se realiza atendiendo a un criterio funcional: responden todos aquellos sujetos que hayan contribuido, bien elaborando el folleto, bien participando en su difusión o generando confianza sobre su contenido. *Vid.* CORBOZ, B., “Chapitre VI...”, *cit.*, p. 1352; ZUFFEREY, J.B., “Chapitre premier...”, *cit.*, pp. 2633-2634.



3.4. Criterio de imputación de la responsabilidad

59. El criterio de imputación de la responsabilidad derivada del folleto en el régimen especial del mercado de valores es la culpa¹⁹³. Aunque el RD 1310/2005 no regula expresamente la cuestión, esta conclusión se deduce de la formulación de su artículo 37 que, al referirse a las causas de exoneración, establece que una persona no será responsable de los daños que pueda causar un folleto engañoso si prueba que actuó con la debida diligencia. De esta disposición se sigue, además de la conclusión que acabamos de avanzar, *i.e.* que los sujetos que figuran en el círculo de posibles responsables responden por culpa, que la normativa especial ha considerado expresamente la inversión de la carga de la prueba en este punto: la culpa se presume y corresponderá al responsable probar la ausencia de esta. Esta previsión va en la línea de lo que la doctrina venía desde hace tiempo reclamando para lograr el objetivo de la protección del inversor y con lo que se ha establecido en los ordenamientos a nivel comparado¹⁹⁴.

193. Vid. VALMAÑA OCHAITA, M., *La responsabilidad...*, cit., p. 388. Esta era la postura de la doctrina mayoritaria también antes de la entrada en vigor de la actual normativa, vid. DE CARLOS BERTRÁN, L., *Régimen jurídico...*, cit., p. 447; LÓPEZ MARTINEZ, M., *La responsabilidad...*, cit., p. 154 y 220-221. Por el contrario, GRIMALDOS GARCÍA, M.I., *Responsabilidad...*, cit., pp. 173 y ss., entiende que en el caso del emisor la obligación es de resultado y su responsabilidad es objetiva.

194. La solución adoptada por todos los ordenamientos a nivel comparado ha sido es-

Por supuesto, los sujetos a los que nos referimos también responden en caso de dolo, pero este siempre ha de ser probado.

tablecer que los sujetos con legitimación activa responden por culpa con inversión de la carga de la prueba, con la salvedad del ordenamiento estadounidense, en que la responsabilidad del emisor es objetiva y este solamente se puede exonerar en caso de que pruebe que el inversor conocía la inexactitud u omisión en el momento de adquirir los valores –según se recoge en el primer inciso de la *Section 11*–. Vid. LOSS, L./SELIGMAN, J., *Fundamentals...*, (1988), *cit.*, p. 898; VALMAÑA OCHAÍTA, M., *La responsabilidad...*, *cit.*, p. 57. Por supuesto el emisor tampoco responderá en caso de que no exista tal omisión o inexactitud o, en caso de existir, que esta no sea esencial, o bien que no se verifique la relación de causalidad. En el caso de los demás sujetos, se establecen unas causas de exoneración que han de ser probadas por el demandado –*Section 11 b) SA*–. Esto es, se invierte la carga de la prueba a favor del inversor, de tal manera que no corresponde a este probar la culpa de los demandados. De las llamadas *statutory defenses*, la que mayor interés tiene es la *due diligence defense*. Los números 1 y 2 de la *Section 11 b)*, se refieren a aquellos casos en que el responsable, al tomar conciencia de la existencia de una inexactitud u omisión material, da los pasos necesarios para evitar que el daño se produzca –“*whistle blowing*” defenses–. Vid. al respecto HAZEN, T.L., *The Law of...*, (1996), *cit.*, p. 338; LOSS, L./SELIGMAN, J., *Fundamentals...*, (1988), *cit.*, p. 898; VALMAÑA OCHAÍTA, M., *La responsabilidad...*, *cit.*, p. 57. Los demandados no responden en caso de que logren probar que realizaron, en relación con los datos contenidos en el folleto, las investigaciones pertinentes con una diligencia razonable –*reasonable investigation*–, y que de ellas se derivó, con razonable certeza, que el folleto no contenía omisiones o inexactitudes esenciales –*reasonable ground to believe*–. En relación con las partes del folleto elaboradas por un experto, no se exige por parte de los responsables no expertos investigación alguna, basta con que fuese razonable creer que el contenido del folleto era completo y exacto. Según la *Section 11 c* “in determining...what constitutes reasonable investigation and reasonable ground for belief, the standard of reasonableness shall be that required of a prudent man in the management of his own property”. Es de destacar que, en relación con la diligencia debida por cada sujeto potencialmente responsable, la jurisprudencia ha establecido un estándar distinto en función de su participación en la elaboración del folleto o de su posición para realizar las comprobaciones necesarias respecto de este. Vid. el *leading case Escott v BarChris Contruction* que concreta el estándar de la *Section 11 c)* para cada persona responsable separadamente. Vid. al respecto HAZEN, T.L., *The Law of...*, (1996), *cit.*, pp. 340-349; LOSS, L./SELIGMAN, J., *Fundamentals...*, (1988), *cit.*, pp. 907-912.

En Reino Unido, para favorecer la protección del inversor, al igual que ocurre en EEUU, se invierte la carga de la prueba de la culpa, de tal manera que serán los demandados los que habrán de probar que fueron diligentes en la elaboración o supervisión del folleto –*Schedule 10 FSMA*–. Las causas de exoneración se recogen en el *Schedule 10 FSMA*, y entre ellas se establecen las *due diligence defenses* en términos parecidos a cómo lo hace el ordenamiento estadounidense. Aunque como señala VALMAÑA OCHAÍTA, M., *La responsabilidad...*, *cit.*, p. 67, estas otorgan un margen de defensa mayor a los demandados que este último.

En el ordenamiento alemán el criterio de imputación de la responsabilidad es el dolo o la culpa grave, sin que exista necesidad de probarla – Vid. §23 *Wertpapierprospektgesetz* sobre las causas de exoneración –. En el ordenamiento suizo se requiere asimismo que ello se haya hecho de forma intencional o negligente. La culpa se presume cuando el folleto contenga falsedades. Vid. ZUFFEREY, J.B., “Chapitre premier...”, *cit.*, p. 2638.

En el ordenamiento italiano todos los sujetos responden por culpa y se establece la inversión de la carga de la prueba, de manera que correspondería a los demandados probar que fueron diligentes a la hora de asegurarse de que la información contenida en el folleto era exacta y completa (arts. 94.8 y 9 TUF).

60. La diligencia exigible a todos los sujetos que participan en la operación es una diligencia profesional, puesto que todos ellos actúan en su ámbito profesional y por tanto han de hacerlo conforme a las reglas propias de su profesión. Esto contribuye a reducir notablemente el ámbito de las posibles causas de exoneración. Las obligaciones que han de cumplir cada uno de ellos en relación con el folleto y los estándares de diligencia que se les exige a cada uno de los sujetos responsables varía en cada caso. Por ello, nos remitimos al siguiente punto donde trataremos la cuestión.

3.5. Análisis de la responsabilidad en función del sujeto responsable

3.5.1. Introducción

61. A lo largo de este punto nos vamos a referir al fundamento de la responsabilidad de cada uno de los sujetos que responden frente al inversor. Cada uno de estos sujetos tiene atribuida una obligación en el proceso de la oferta en relación con el folleto, *i.e.* desempeñan una función en relación con este. Del incumplimiento de las obligaciones que a cada sujeto se ha atribuido, por ejemplo elaborar el folleto o comprobar la veracidad de su contenido, se derivará la responsabilidad. Por supuesto, según la función que desempeñe cada sujeto en relación con el folleto, responderá de la totalidad de la información contenida o solo de una parte de ella.

Asimismo, aunque la diligencia que les es exigible a todos ellos, independientemente de la obligación que se les haya atribuido, es la de un profesional, debemos atender a las reglas de cada sector para saber cuándo se pueden entender cumplidos los estándares de diligencia.

3.5.2. La responsabilidad del emisor u oferente

a) La responsabilidad del oferente

62. El oferente es el sujeto encargado de elaborar el folleto que se someterá a aprobación ante la CNMV. El oferente, como obligado a elaborar un folleto y a proporcionar con ello al inversor la información necesaria para formarse un juicio fundado sobre la inversión, es también el primer responsable del incumplimiento de esta obligación¹⁹⁵.

63. Naturalmente, el estándar de diligencia que resulta exigible al oferente, como autor de un folleto que contiene una información que

195. Vid. GRIMALDOS GARCÍA, M.I., *Responsabilidad...*, cit., p. 148; LÓPEZ MARTINEZ, M., *La responsabilidad...*, cit., pp186-187; VALMAÑA OCHAITA, M., *La responsabilidad...*, cit., p. 396. Ello queda consagrado en el art. 33.1 a) RD 1310/2005.

queda dentro de su ámbito de control –es información propia– y como principal beneficiario de la operación, es superior al de los demás sujetos¹⁹⁶. De conformidad con la anterior regulación, al oferente se le exigía en la elaboración del folleto que actuase con la diligencia de un ordenado empresario¹⁹⁷. Aunque esta mención ha sido omitida en la actual normativa, no cabe duda de que la diligencia exigible es, como lo era de acuerdo con la redacción anterior, una diligencia profesional¹⁹⁸.

64. Los oferentes optan bien por encomendar la elaboración de los folletos a terceros –despachos de abogados expertos con los que colaborarán aportando los datos que les sean requeridos–, bien por elaborarlo ellos mismos. En este segundo caso, la actividad profesional de elaboración del folleto suele incluir contactos con diferentes expertos que asesoren en las materias objeto de su especialidad –legal, contable, financiera, etc. – así como contactos con la CNMV; es habitual, por ejemplo, en este punto, enviar a la CNMV un borrador del folleto antes de mandar el definitivo¹⁹⁹. Pues bien, el oferente que no lleve a cabo su obligación de elaborar el folleto cumpliendo con estas reglas, que constituyen los usos y costumbres en la actividad de preparación del folleto, habrá incumplido su obligación de manera negligente e incurrirá en responsabilidad frente a los inversores.

65. La responsabilidad del emisor se deriva del incumplimiento de los deberes de información en la fase previa a la celebración del contrato, lo que ha llevado a parte de la doctrina española, especialmente con anterioridad a la introducción de la regulación especial de la responsabilidad derivada del folleto, a señalar la naturaleza precontractual de la responsabilidad²⁰⁰. La construcción de la responsabilidad en clave

196. Vid. VALMAÑA OCHAITA, M., *La responsabilidad...*, cit., p. 400.

197. Art. 17 del RD de Emisiones. Vid. por todos LÓPEZ MARTINEZ, M., *La responsabilidad...*, cit., p. 156.

198. Según señala VALMAÑA OCHAITA, M., *La responsabilidad...*, cit., p. 400, la diligencia “de un ordenado empresario” es un concepto abierto que se va a concretar en cada supuesto concreto: serán todas las normas aplicables a este sujeto, que regulan su actividad, y todo aquello que resulte objetivamente exigible a un profesional de su mismo sector. Por su parte, LÓPEZ MARTINEZ, M., *La responsabilidad...*, cit., p. 154, pone de relieve que se trata de un concepto jurídico indeterminado cuyo contenido ha de definirse en cada caso, atendiendo al objeto social y a la actividad; en concreto, afirma que la “actuación conforme a criterios generalmente admitidos en cada sector de actividad es una diligencia profesional o *lex artis*, que está integrada por las costumbres, los usos y los códigos de conducta de cada concreto ámbito empresarial”.

199. Vid. LÓPEZ MARTINEZ, M., *La responsabilidad...*, cit., pp. 157-158.

200. La obligación de publicar un folleto con información para que los inversores puedan formarse un juicio sobre la inversión y, si lo consideran pertinente, contratar. Vid. GRIMALDOS GARCÍA, M.I., *Responsabilidad...*, cit., p. 148; LÓPEZ MARTINEZ, M., *La responsabilidad...*, cit., p. 187; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Artículo 29...”, cit., p. 829; VEGA PÉREZ, F., “Intervención bancaria...”, cit., p. 1214.

precontractual que realizó la doctrina se explicaba por la necesidad de protección del inversor: toda vez que el ordenamiento español carece de una regulación específica para la responsabilidad precontractual, la referencia a una naturaleza precontractual permitía la aplicación del régimen de responsabilidad contractual, más tuitivo con el inversor que el régimen de responsabilidad extracontractual²⁰¹.

Con la introducción de una regulación especial en la materia, la repercusión práctica de la opción entre uno u otro régimen es muy inferior. En todo caso, a nuestro modo de ver la mejor solución pasa por entender que la naturaleza de la responsabilidad derivada del folleto es extracontractual de forma que para colmar las lagunas de la regulación especial resulta de aplicación el régimen de responsabilidad extracontractual. En efecto, se trata de una responsabilidad que surge por los daños sufridos por los inversores como consecuencia de la violación de unos deberes legales de información²⁰². Una lectura distinta, *i.e.* entender de aplicación el régimen de responsabilidad contractual, sería admisible todo lo más frente al primer adquirente, pero no cabe decir lo mismo de los adquirentes en el mercado secundario. Con estos el oferente no llega a celebrar contrato alguno y no existe justificación para establecer diferencia alguna entre el régimen que es de aplicación a unos y otros inversores.

66. Por otra parte, la doctrina se ha planteado cuál es la responsabilidad de la persona física que suscribe el folleto en nombre del oferente, que debe aparecer perfectamente identificada, y que realiza la declaración de completitud y veracidad de folleto²⁰³. Es claro que esta persona es un representante del oferente y, por tanto, es este último quien queda vinculado, y no la persona firmante. Lo que se pretende con la suscripción y la inclusión de sus datos es, de un lado, que el emisor no pueda, posteriormente, tratar de exonerarse alegando la falta de poder de la persona que firmó el folleto. De otro lado, la declaración de responsabilidad que se realiza tiene como fin, exclusivamente, reforzar la posición de responsable del oferente que, aunque es el sujeto que debe elaborar el folleto, se sirve en ocasiones para ello de expertos. Esto es, con la declaración se

201. *Vid.* en este sentido GRIMALDOS GARCÍA, M.I., *Responsabilidad...*, *cit.*, pp. 150-151; LÓPEZ MARTINEZ, M., *La responsabilidad...*, *cit.*, p. 190; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., "Artículo 29...", *cit.*, p. 830; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., "Las ofertas públicas...", *cit.*, pp. 1320-23; VEGA PÉREZ, F., "Intervención bancaria...", *cit.* p. 1214.

202. *Vid.* en este mismo sentido DE CARLOS BERTRÁN, L., *Régimen jurídico...*, *cit.*, p. 444 y pp. 452-452.

203. Art. 27.2 de la LMV. Por ejemplo, en la OPV de BME, p. 34, la fórmula que se utiliza "D. ..., en la representación que ostenta, declara que la información contenida en esta Nota sobre las Acciones es, según su conocimiento y tras comportarse con una diligencia razonable para garantizar que así es, conforme a los hechos y no incurre en ninguna omisión que pudiera afectar a su contenido".

pretende que el oferente no pueda tratar de exonerarse sobre la base del hecho de que el folleto no hubiera sido elaborado por él²⁰⁴.

b) La responsabilidad del emisor cuando es una persona distinta del oferente

67. En los casos en los que el oferente sea una persona distinta del emisor, se establece que el oferente será el que responda del contenido del folleto salvo que lo haya elaborado el emisor y se decida que este asuma la responsabilidad²⁰⁵. Este último va a ser el caso más habitual.

68. Aunque conforme a la normativa especial nunca van a responder ambos, es posible que, en los casos en que el oferente sea el responsable de acuerdo con esta, los inversores se dirijan frente al emisor, como sujeto que proporciona la información al oferente, información que ha causado los daños, de conformidad con las acciones de Derecho común, *i.e.* el régimen de responsabilidad extracontractual²⁰⁶.

3.5.3. La responsabilidad de los administradores

69. Según señalábamos, el oferente tiene la obligación de elaborar un folleto que ha de ser aprobado y publicado antes de lanzar una oferta pública. Este sujeto en la mayor parte de los casos coincidirá con el emisor y, así, se tratará de una persona jurídica, en la mayoría de los casos una sociedad anónima, y como tal actuará a través de su órgano de administración. Los administradores, como representantes orgánicos de la sociedad, son los encargados de cumplir con las obligaciones de esta en materia de folletos, de las que en principio quien responde es, por consiguiente, la propia sociedad. Esto conllevaría que, en su caso, únicamente la sociedad respondiera del contenido del folleto. Sin embargo, tradicionalmente se ha entendido que en los supuestos de responsabilidad del folleto debían responder, junto con el oferente, sus administradores. Ello

204. Sin perjuicio, señala DE CARLOS BERTRÁN, L., *Régimen jurídico...*, cit., p. 452, de que este sujeto pueda incurrir en responsabilidad él a título personal en virtud del art. 1902 CC; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., "Artículo 29...", cit., p. 827; Vid. asimismo VALMAÑA OCHAITA, M., *La responsabilidad...*, cit., pp. 402-403.

205. Art. 33.2 del RD 1310/2005.

206. Lógicamente, el oferente que elabora el folleto ha de hacerlo con la información que le proporciona el emisor. Generalmente en este punto no se plantearán problemas, salvo en los casos de las denominadas OPVs hostiles, *i.e.* aquellas que realiza el oferente con la oposición del emisor, o las solicitudes de admisión a negociación que se realizan contra la voluntad del emisor. Pues bien, no existe para estos supuestos ninguna disposición en la que se establezca, como existía conforme a la normativa anterior, la obligación del emisor de proporcionar información al oferente. No obstante, parece claro que de acuerdo con el principio de buena fe el emisor sigue teniendo este deber. Vid. VALMAÑA OCHAITA, M., *La responsabilidad...*, cit., pp. 410-411.

se ha justificado por la necesidad de protección de los inversores. Según hemos señalado, en el supuesto típico de responsabilidad derivada del folleto, al saberse de las dificultades económicas del emisor, de las que el folleto no daba cuenta, los valores adquiridos sobre su base se deprecian y se causa el daño a los inversores. Difícilmente podría el inversor lograr una compensación si el sujeto responsable fuese precisamente el emisor en dificultades económicas, si no directamente insolvente. Por ello, en algunos ordenamientos de nuestro entorno se había establecido adicionalmente la responsabilidad de los administradores.

70. Con la introducción en nuestro ordenamiento de la normativa especial, la legitimación pasiva de los administradores ha quedado consagrada en el artículo 33.1 b) del RD 1310/2005. En la medida en la que en este se establece expresamente que los administradores responden junto con la sociedad, se les está atribuyendo personalmente un deber de cuidado, *i.e.* se les está colocando en estos supuestos precisos en posición de garantes de las actuaciones de la sociedad. Y ello se hace, según hemos señalado ya, en atención a las especiales necesidades de protección de los inversores en estos casos.

71. Esta normativa especial establece que los administradores del oferente responden por el folleto de conformidad con la legislación mercantil aplicable. Habida cuenta de que el oferente en la gran mayoría de casos es, como decíamos, una sociedad anónima, la normativa a la que se remite es la LSC. En particular, según ha puesto de relieve la doctrina, a la denominada acción individual de responsabilidad del artículo 241 LSC. De acuerdo con esta, los administradores responden frente a socios y terceros por los actos realizados en el ejercicio de sus funciones que lesionen directamente sus intereses²⁰⁷. Esta remisión, por la que no se ha optado en relación con ningún otro de los posibles responsables, no está exenta de problemas, por cuanto que se hace a un artículo que es, a su vez, una norma de remisión²⁰⁸. En efecto, el artículo 241 LSC es una norma declarativa, cuya función es la de aclarar que los administradores, siempre que concurren las condiciones que otras normas establezcan, responden frente a socios y terceros. De esta forma, la reclamación deberá apoyarse en una norma en particular que fundamente que en ese

207. *Vid. inter alia* DE CARLOS BERTRÁN, L., *Régimen jurídico...*, cit., p. 453; ESTEBAN VELASCO, G., "Algunas reflexiones sobre la responsabilidad de los administradores frente a los socios y terceros: acción individual y acción por no promoción o remoción de la disolución", *RDS*, núm. 5, 1995, pp. 47-78, p. 60; GRIMALDOS GARCÍA, M.I., *Responsabilidad...*, cit., pp. 207-208; VALMAÑA OCHAITA, M., *La responsabilidad...*, cit., pp. 533.

208. *Vid.* ALFARO AGUILA-REAL, J., "La llamada acción individual de responsabilidad contra los administradores sociales", *RDS*, núm. 18, 2002, pp. 45-76.

caso los administradores han de responder²⁰⁹ y no está justificado acudir al régimen jurídico de la acción social²¹⁰. Si aceptamos esta interpretación de la acción individual, la remisión que opera el artículo 33.1 b) del RD 1310/2005 es una remisión “de ida y vuelta”. La acción individual nos confirma que, habida cuenta de que existe una norma que fundamente la responsabilidad de los administradores –el artículo 33 del RD 1301/2005– estos responderán frente a los socios y terceros –los inversores que hayan adquirido sobre la base de un folleto válido–. El régimen jurídico de la acción va a ser, así, el régimen de responsabilidad especial establecido en el RD 1310/2005.

72. Como decíamos, en la medida en la que se incluye a los administradores entre los sujetos con legitimación pasiva, se les está atribuyendo un deber de cuidado que hay que entender que se concreta en el caso del folleto a través de la obligación de realizar las comprobaciones pertinentes para asegurarse de que el folleto es veraz y completo²¹¹. Naturalmente, la diligencia que es exigible en la realización de estas comprobaciones es la de un ordenado empresario, *i.e.* una diligencia profesional²¹². Cuando se infrinja este deber de cuidado, omitiendo las comprobaciones

209. Por lo tanto, el incumplimiento de los deberes como administrador, *i.e.* los deberes de desempeñar el cargo con la diligencia de un ordenado empresario y de un representante leal, *ex art.* 225 LSC, es irrelevante en estos casos. Como señala, ALFARO AGUILA-REAL, J., “La llamada acción individual...”, *cit.*, p. 59, estos deberes les son exigibles a los administradores solamente frente a la sociedad. Si responden frente a terceros es porque se les ha impuesto un deber de cuidado frente a ellos. Nótese, no obstante, que el autor no cuenta entre uno de tales supuestos la responsabilidad derivada del folleto, si bien es cierto que en aquel momento aún no existía un régimen de responsabilidad *ad hoc* que estableciera expresamente la responsabilidad de los administradores.

210. *Vid.* ALFARO AGUILA-REAL, J., “La llamada acción individual...”, *cit.*, pp. 48-53. Somos de esta opinión aunque el tenor literal de la disposición haya variado con la LSC. El antiguo art. 135 LSA añadía a la dicción actual: “no obstante los artículos precedentes”, lo que sirvió como argumentos –entre otros– a la doctrina para entender que ninguna de las disposiciones relativas a la acción social eran de aplicación a la acción individual, que necesitaba así de otras normas que fundamentaran en su caso una reclamación. De acuerdo con el art. 241 LSC “quedan a salvo las acciones de indemnización que puedan corresponder a los socios y a los terceros”, que creemos que se puede interpretar en el mismo sentido.

211. Quizás uno de los puntos donde el control que han de realizar los administradores es más importante es en relación con las previsiones de futuro que se hayan realizado en el folleto, *i.e.* la denominada *soft information*. El motivo es que muchas de las reclamaciones que se han producido en otras jurisdicciones, pues ya sabemos que en España no existe jurisprudencia al respecto, tienen como fundamento este tipo de informaciones. En concreto, la doctrina ha manifestado que los administradores deben en estos supuestos realizar una valoración prudente de las circunstancias sobre las que se realizan las proyecciones de futuro y valorar los hechos que podrían frustrar esta. De ahí que, en la práctica, antes de enviar los folletos a la CNMV para su aprobación, se introduzca un número elevado de *disclaimers* o de advertencias en relación con estas cuestiones. *Vid. inter alia* VALMAÑA OCHAITA, M., *La responsabilidad...*, *cit.*, pp. 415-416.

212. *Vid.* GRIMALDOS GARCÍA, M.I., *Responsabilidad...*, *cit.*, p. 227.

pertinentes, y como consecuencia de ello los inversores sufran un daño, estos podrán ejercitar frente a los administradores la acción correspondiente. En aplicación de la legislación especial a la que ya hemos hecho referencia, la culpa se presume. Así, son los administradores los que han de probar que fueron diligentes, con la dificultad que esto entraña en un ámbito en el que el estándar que les es exigible es muy elevado.

73. La doctrina que se ha ocupado de la acción individual de responsabilidad en relación con las informaciones contenidas en el folleto coincide en señalar que tiene naturaleza extracontractual²¹³. El que la información esté puesta a disposición del público en la fase previa a la celebración del contrato entre inversores y sociedad parece que es el argumento que sostiene la afirmación. En todo caso, tras la aparición de un régimen especial de responsabilidad civil, cuyas previsiones se aplicarán con preferencia a las generales de responsabilidad extracontractual de Derecho común, el debate ha perdido relevancia.

3.5.4. La responsabilidad de la entidad directora

74. Cuando una entidad directora haya participado en una OPV, se establece que esta “deberá llevar a cabo las comprobaciones que, razonablemente, según criterios de mercado comúnmente aceptados, sean necesarias para contrastar que la información contenida en la nota de los valores relativa a la operación o a los valores no es falsa ni se omiten datos relevantes requeridos por la legislación aplicable”²¹⁴. De una primera lectura de la disposición podría extraerse la conclusión de que se establece una obligación general de la entidad directora de hacer las comprobaciones que sean razonablemente necesarias para contrastar que la información contenida en el folleto no es falsa ni incompleta, de cuyo incumplimiento se derivaría el daño y la responsabilidad frente a los inversores. Esta conclusión es coherente con los planteamientos en Derecho comparado en que las entidades colocadoras generalmente forman parte del círculo de sujetos con legitimación pasiva, cosa que como ya señalamos no ocurre con carácter general en Derecho español²¹⁵. La lógica de tal inclusión radica en la necesidad de fortalecer determinados objetivos legislativos, en este caso la protección de los mercados y en último término la protección del inversor, para lo cual se impone responsabilidad a un tercero con el fin de prevenir un comportamiento del infractor, en este caso el oferente. Esta doctrina se ha denominado en la terminología anglosajona *gatekeeper liability*²¹⁶.

213. Vid. DE CARLOS BERTRÁN, L., *Régimen jurídico...*, cit., p. 455; GRIMALDOS GARCÍA, M.I., *Responsabilidad...*, cit., p. 215; VALMAÑA OCHAITA, M., *La responsabilidad...*, cit., p. 534.

214. Art. 35.2 del RD 1310/2005.

215. Vid. *supra* núms. 57 y 58 y nota núm. 191 y 192.

216. Vid. FERNÁNDEZ DE ARAOZ, A., “Artículo 30...”, cit., pp. 922-923.

75. Sin embargo, esta primera lectura se demuestra errónea pues las comprobaciones que la entidad directora ha de realizar se refieren a “la información contenida en la nota de los valores relativa a la operación o a los valores”. Esto es, de acuerdo con el RD 1310/2005, la directora no debe verificar la totalidad del folleto sino exclusivamente la nota de los valores. De esta manera se limita en gran medida la responsabilidad de la directora, que queda circunscrita a la información sobre los valores y la oferta, *i.e.* a la información contractual, y no alcanza la información financiera sobre el emisor²¹⁷. Esta limitación es bastante sorprendente e implica que la entidad directora no está, en la práctica, dentro del círculo de potenciales responsables, con la consiguiente disminución de la protección del inversor. En este punto hay que tener de nuevo en cuenta que el supuesto típico de responsabilidad derivada del folleto es que se sepa de la existencia de información engañosa en el momento en el que el emisor entra en estado de insolvencia, de manera que es esencial que existan otros sujetos que respondan del contenido del folleto y puedan pagar las indemnizaciones. Si el principal responsable junto con el emisor no responde de la información relativa a este último, se está privando de un importante elemento de protección al inversor²¹⁸.

3.5.5. La responsabilidad del garante

76. Cuando en la operación participe un garante, este debe proporcionar la misma información sobre sí mismo que la que estaría obligado a proporcionar de ser él el emisor de unos valores similares.²¹⁹ Pues bien, en los supuestos en que participe en la OPV, este sujeto va a responder frente a los inversores en las mismas condiciones que el oferente pero

217. La opción del legislador contrasta con la redacción de la anterior normativa contenida en el RD de Emisiones, que atribuía a la entidad directora una obligación de comprobación de la información contenida en el folleto que no quedaba expresamente circunscrita a la información contractual –art. 20.3 del RD de Emisiones–. Así pues, la doctrina había venido entendiendo que la entidad directora, caso de participar en la operación, debía responder junto con el oferente de la información financiera contenida en el folleto. *Vid.* por todos DE CARLOS BERTRÁN, L., *Régimen jurídico...*, *cit.*, pp. 458-460. Tanto es así, que los autores que se han referido a la cuestión tras la transposición de la Directiva no parecen haber reparado en que la obligación de comprobación se circunscribe a la información contractual, luego no responde de las falsedades relativas a la información financiera. Un estudio de la responsabilidad de la entidad directora se puede encontrar en ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, C., “La responsabilidad de la entidad directora por las falsedades u omisiones contenidas en el folleto informativo de una emisión u oferta pública de venta de valores”, *RDBB*, num. 105, 2007, pp. 67-111.

218. No obstante, este efecto adverso se ve atenuado por el hecho de que el auditor responde de esa parte del folleto, también cumpliendo una función de *gatekeeper* similar a la que hemos señalado que desempeña la propia entidad directora. *Vid. infra* núms. 78 a 82.

219. Anexo VI del Reglamento (CE) nº 809/2004.

solo de las inexactitudes u omisiones de la información que a él corresponde proporcionar²²⁰.

3.5.6. La responsabilidad de las personas que hayan autorizado parte del folleto/aceptado asumir responsabilidad por este

a) Introducción

77. Son también responsables aquellas personas que hayan autorizado total o parcialmente el contenido del folleto y aquellas que hayan aceptado asumir responsabilidad por su contenido, en ambos casos si así consta en el folleto²²¹. Cuando se habla de personas que “hayan autorizado el contenido del folleto” se está pensando en los expertos que hayan elaborado los informes que figuren en este. Tal es el caso, típicamente, del informe de auditoría que forma parte del contenido mínimo del folleto, pero también de informes elaborados por otros expertos que, en función de la actividad del oferente, puede ser conveniente incluir –informes de arquitectos o ingenieros, por ejemplo–.

b) La responsabilidad de los auditores

78. Los auditores tienen la obligación de verificar información de un tercero, pudiendo ellos mismos incurrir en responsabilidad caso de no cumplir diligentemente con su obligación. Con su inclusión en la lista del régimen especial en materia de responsabilidad derivada del folleto, se les atribuye un papel de *gatekeeper* –que la entidad directora por los motivos que señalamos no desempeña–, papel con el que se pretende dificultar que el tercero cuya información se comprueba, en nuestro caso el oferente, cometa una infracción.

79. Aunque el informe de auditoría forma parte del contenido mínimo del folleto, la normativa del mercado de valores no establece cuáles son las obligaciones del auditor en relación con este informe²²². Por lo tanto, para determinar de qué obligaciones se trata y cuál es la diligencia que les es exigible en el cumplimiento de estas, hemos de acudir a la normativa especial, que se recoge en la Ley de Auditoría de Cuentas²²³. De acuerdo con esta, la obligación del auditor consiste en comprobar las cuentas anuales y otros estados financieros para determinar si ofrecen una imagen fiel del patrimonio de la empresa, de

220. Art. 34 del RD 1310/2005.

221. Art. 28.1 III de la LMV y art. 33.1 c) y d) del RD1310/2005.

222. Anexo I del Reglamento (CE) nº 809/2004.

223. RD Legislativo 1/2011, de 1 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Auditoría de Cuentas (LAC).

su situación financiera y de sus resultados para emitir un informe, de acuerdo con lo marcado por la ley, sobre la fiabilidad de estos documentos²²⁴. El desarrollo de esta actividad de verificación y la elaboración del informe ha de llevarse a cabo conforme a los procedimientos propios de la actividad auditora y conforme al modelo de conducta que establezca la normativa. Esto es, les es exigible la diligencia propia de su profesión²²⁵.

80. El auditor que no cumpla con estas obligaciones con la diligencia profesional exigible, responderá del contenido del informe frente a los inversores²²⁶. Si bien es cierto que la información financiera del emisor tiene un peso fundamental en la decisión inversora, de forma que cuando un informe del auditor, que ha de pronunciarse sobre la fiabilidad de esa información, sea inexacto se afectará a la formación de la voluntad del inversor, de la mera existencia de un informe de auditoría engañoso no se deduce la responsabilidad del auditor. Las obligaciones de los auditores son obligaciones de medios, de manera que estos solo responderán cuando hayan llegado a ese resultado, *i.e.* un informe engañoso, mediante el incumplimiento negligente de las obligaciones profesionales a las que nos hemos referido. Eso sí, como en el resto de supuestos de responsabilidad derivada del folleto que hemos analizado, la carga de la prueba se invierte, de forma tal que será al auditor a quien corresponda probar que fue diligente en el cumplimiento de sus obligaciones.

81. Los auditores responden del contenido del informe aunque no hayan consentido en que este se incluya en un folleto de oferta pública, *i.e.* aunque no hayan consentido que se incluya en un documento que les va a exponer a la posibilidad de responder frente a un elevado número de inversores. El hecho de que el informe de auditoría forme parte del contenido mínimo del folleto sirve de fundamento para afirmar que en el momento en el que el auditor acepta el encargo de la entidad auditada tiene que asumir que su informe se podrá incluir en los folletos informativos que se elaboren con ocasión de las ofertas públicas que se realicen²²⁷.

224. Art. 1 de la LAC.

225. GRIMALDOS GARCÍA, M.I., *Responsabilidad...*, *cit.*, pp. 353-356; VALMAÑA OCHAITA, M., *La responsabilidad...*, *cit.*, pp. 452-454.

226. Los auditores responden solo de la información por ellos autorizada. Así se deduce del art. 33.1 *in fine* del RD 1310/2005.

227. DE CARLOS BERTRÁN, L., *Régimen jurídico...*, *cit.*, pp. 465-466, así lo pone de manifiesto cuando afirma que el consentimiento ha de entenderse implícito en el momento en el auditor acepta el encargo. Así también GRIMALDOS GARCÍA, M.I., *Responsabilidad...*, *cit.*, pp. 340-341; VALMAÑA OCHAITA, M., *La responsabilidad...*, *cit.*, pp. 450-451.

82. Parece claro que responsabilidad en la que incurren los auditores es de naturaleza extracontractual, en la medida en la que estos celebran un contrato con el emisor pero no mantienen ningún tipo de relación contractual con los inversores²²⁸.

c) La responsabilidad de otros expertos

83. Cualquier otro experto que elabore un informe es también responsable del contenido de este frente a los inversores, caso de que no haya cumplido sus obligaciones con la diligencia profesional que en cada caso les sea exigible²²⁹. Al contrario de lo que afirmábamos en el supuesto anterior, estos sujetos solo van a responder del contenido de sus informes en el caso de que hayan prestado su consentimiento para que estos se incluyan dentro del folleto. El motivo es que ninguno de estos informes es obligatorio, de manera que cuando se les hizo el encargo, y en ausencia de una petición expresa para su inclusión, no pudieron razonablemente prever que su informe sería incluido en un folleto y que con ello quedarían expuestos a la responsabilidad frente a una pluralidad de sujetos. De nuevo, la responsabilidad tiene naturaleza jurídica extracontractual por los mismos motivos que señalamos en el caso de los auditores²³⁰.

84. En los casos en los que los expertos únicamente presten su asesoramiento, piénsese por ejemplo en los abogados que habitualmente colaboran en este tipo de operaciones, se establece expresamente que no responderán frente a los inversores²³¹.

3.5.7. La responsabilidad de las entidades colocadoras

85. Las entidades colocadoras no figuran, como ya adelantamos, entre los sujetos con legitimación pasiva en la acción para exigir responsabilidad civil derivada del folleto. Por tanto, dado que no es posible que

228. La doctrina coincide en poner de relieve que se trata de responsabilidad extracontractual, si bien hay que señalar que estas opiniones se vertieron con anterioridad a la existencia de un régimen especial de responsabilidad del folleto, de manera que la responsabilidad de los auditores se fundamentaba en el art. 11 de la Ley 19/1988, de 12 de julio, de Auditoría de Cuentas, que a su vez se remitía a las normas del CC. Vid. ALONSO UREBA, A., "Artículo 21...", *cit.*, p. 495; DE CARLOS BERTRÁN, L., *Régimen jurídico...*, *cit.*, p. 466; LÓPEZ MARTINEZ, M., *La responsabilidad...*, *cit.*, p. 266; VEGA PÉREZ, F., "Intervención bancaria...", *cit.*, p. 1215. A nuestro modo de ver, la naturaleza de la responsabilidad de acuerdo con la normativa especial es la misma.

229. El Anexo I punto 23 del Reglamento (CE) n° 809/2004 prevé la inclusión de dichos informes.

230. Vid. DE CARLOS BERTRÁN, L., *Régimen jurídico...*, *cit.*, pp. 466-467; LÓPEZ MARTINEZ, M., *La responsabilidad...*, *cit.*, p. 272.

231. Art. 33.4 del RD 1310/2005.

los inversores se dirijan frente a ellas en aplicación del régimen especial, solo nos queda por analizar si cabe fundar su responsabilidad en las normas generales de Derecho civil²³². El principal escollo para entender que estas entidades responden ante el inversor es que la disciplina del mercado de valores no atribuye ninguna obligación a estas en relación con el folleto en el proceso de la oferta: ni tienen que comprobar su contenido ni tienen, menos aún, que elaborar parte de este. Si no tienen ninguna obligación cuyo incumplimiento fundamente la responsabilidad, parece complicado entender que puedan resultar responsables frente a los inversores por la información engañosa elaborada y verificada por otros sujetos diferentes²³³. Este principio general tiene una excepción en los supuestos de fundación sucesiva de la sociedad anónima, pues en esos casos la normativa establece que deberá estar suscrito, además de por los promotores, por los intermediarios financieros que participen en la colocación y aseguramiento²³⁴. Solo en este caso puede entenderse que los intermediarios financieros tienen una obligación respecto del contenido del folleto y, por tanto, solo en ese caso podría sostenerse que estos responden de los daños causados cuando el folleto sea engañoso²³⁵.

86. Fuera de este caso, la colocadora podría incurrir en todo caso en responsabilidad en el marco de la relación contractual que generalmente mantienen con el inversor, en la que esta actúa como comisionista en la compra de los valores pero habitualmente también presta servicios de asesoramiento. Se suele argumentar que estas entidades con su participación generan una confianza entre los inversores, confianza que en determinados supuestos es superior a la que genera el propio emisor, y que es su participación en la operación la que decanta la decisión de inversión a favor de esos valores y no de otros. Por ello, de ser defraudada, debe dar lugar a responsabilidad. Sin embargo, como decimos, esa responsabilidad en la que incurren, y que creemos que es razonable que

232. Sin perjuicio, huelga decirlo, de la responsabilidad en la que puedan incurrir las colocadores que voluntariamente acepten asumir esta, de acuerdo con el art. 33.1 c) del RD 1310/2005.

233. *Vid.* en este sentido DE CARLOS BERTRÁN, L., *Régimen jurídico...*, cit., pp. 463-464; GRIMALDOS GARCÍA, M.I., *Responsabilidad...*, cit., pp. 326-327; LÓPEZ MARTINEZ, M., *La responsabilidad...*, cit., p. 252. Por el contrario, entienden que sí resultan responsables DEL CAÑO PALOP, J.R., "Responsabilidad...", cit., pp. 399-495; FERNÁNDEZ DE ARAOZ, A., "Artículo 30...", cit., p. 934, VALMAÑA OCHAITA, M., *La responsabilidad...*, cit., pp. 465-490 y pp. 540-549.

234. Art. 43.1 II de la LSC.

235. *Vid.* DE CARLOS BERTRÁN, L., *Régimen jurídico...*, cit., p. 463. Por el contrario, VALMAÑA OCHAITA, M., *La responsabilidad...*, cit., pp. 471-472, afirma que la semejanza que existe entre ambos supuestos es suficiente para fundamentar la aplicación analógica del actual art. 43.1 II LSC a casos de oferta pública cuando no se trate de un fundación sucesiva, puesto que también se trata de una apelación al ahorro público lo que justifica una protección similar del inversor.

sea así, se dirime en el plano contractual y no en el ámbito de la responsabilidad derivada del folleto. Esto es, se trata de una cuestión que tiene que ver con las obligaciones de asesoramiento que tenga la colocadora en su condición de gestora de la cartera del inversor.

3.6. Causas de exoneración

87. El RD 1310/2005 solo establece expresamente una causa de exoneración, a la cual nos hemos referido ya al hablar del criterio de imputación de la responsabilidad. Se trata de la prueba por parte de los responsables de que emplearon la diligencia debida para cerciorarse de que en el folleto no se incluía información falsa ni se omitía información relevante²³⁶. Toda vez que la diligencia que es exigible a estos sujetos es, como venimos señalando, la propia de un profesional de su ámbito, la prueba que se les exige a estos para quedar exonerados reviste una importante dificultad.

88. Aun cuando no se contemplen expresamente en la normativa especial, hay que entender que existen otras dos causas de exoneración que pueden ser probadas por los sujetos responsables. Por una parte, pueden probar que fueron causas distintas a la difusión en el mercado de la información sobre la falsedad del folleto las que llevaron a la caída de las cotizaciones de los valores, esto es, pueden probar la ruptura del nexo causal²³⁷. Por otra parte, cabe probar que el inversor conocía de las falsedades en el momento en el que adquirió los valores, *i.e.* el inversor adquirió los valores de mala fe²³⁸. Así se deduce del artículo 36 del RD 1310/2005, que establece que tendrán legitimación activa los inversores que hayan adquirido de buena fe los valores objeto de la oferta durante el periodo de vigencia del folleto.

3.7. Otras cuestiones

3.7.1. Prescripción

89. La LMV establece expresamente el plazo de prescripción de la acción en tres años desde que el inversor hubiera podido tener conocimiento de la falsedad o de las omisiones en relación con el contenido del folleto²³⁹. Con la introducción de un plazo específico desaparece una de las principales fuentes de inseguridad jurídica en este ámbito, junto con

236. Art. 37 del RD 1310/2005.

237. Como señala LÓPEZ MARTINEZ, M., *La responsabilidad...*, *cit.*, pp. 225-227, un método adecuado para la prueba podría ser la comparación de la cotización de esos valores con los de otros de una empresa del mismo sector.

238. *Vid.* LÓPEZ MARTINEZ, M., *La responsabilidad...*, *cit.*, pp. 223-225.

239. Art. 28.3 II de la LMV.

la cuestión de la carga de la prueba de la culpa, y que llevó a la doctrina que se ocupó de la responsabilidad derivada del folleto a largos debates sobre la naturaleza de la responsabilidad para colmar esta laguna y hacerlo con respeto al principio de protección del inversor²⁴⁰. Es, por tanto, de celebrar que el legislador haya establecido expresamente *un* plazo. No obstante, quizás *este* plazo no sea el más adecuado, por cuanto puede resultar excesivamente amplio: los tres años que establece la LMV se cuentan desde el momento en el que el reclamante pudo saber de las falsedades del folleto, sin ninguna limitación que tome como referencia el momento del ofrecimiento al público o de la publicación del folleto, como quizás habría sido la solución más razonable y que es el criterio más utilizado en el panorama comparado²⁴¹.

3.7.2. Efectos de la responsabilidad

90. De acuerdo con el artículo 28. 3 LMV se indemnizarán “todos los daños y perjuicios” producidos como consecuencia del folleto engañoso que hayan sufrido los inversores. Como ya señalamos en su momento, esto nos obliga a acudir a las normas generales del Código Civil, en concreto al régimen de responsabilidad extracontractual.

91. Los sujetos responsables deberán indemnizar tanto el daño emergente como el lucro cesante. El daño emergente ascenderá, en primer lugar, a la cuantía en la que se haya desvalorizado el patrimonio del inversor como consecuencia de la depreciación de los valores. Esto es, a la diferencia entre el precio al que se adquirieron los valores y el precio de estos tras la caída de la cotización causada por la difusión sobre la auténtica situación del emisor²⁴².

240. Como ya hemos señalado en varios momentos, lo que subyacía en estos debates sobre la naturaleza de la responsabilidad del folleto era, en gran medida, la necesidad de poner a disposición del inversor instrumentos que le sirvieran en la práctica para obtener el resarcimiento de los daños sufridos, que se veía dificultado, por ejemplo, por la asignación de la carga de la prueba de la culpa al inversor o el breve plazo de prescripción en el régimen de responsabilidad extracontractual.

241. Así por ejemplo, en Italia el plazo para el ejercicio de la acción es de 5 años desde la publicación del folleto, salvo que el inversor pruebe que conoció de la omisión o inexactitud en los dos años precedentes al ejercicio de esta –art. 94. 11 TUF–. El ordenamiento estadounidense, por su parte, establece que el plazo para ejercitar la acción es de un año desde que se descubrió, o se debió haber descubierto empleando una diligencia razonable, la omisión o inexactitud pero que, en todo caso, el plazo no puede exceder de los tres años desde el ofrecimiento al público –*Section 13 SA 1933*–.

242. Como bien señala LÓPEZ MARTINEZ, M., *La responsabilidad...*, *cit.*, pp. 193-194, es razonable que a los inversores adquirentes en el mercado secundario durante el periodo de validez del folleto les sea indemnizada la diferencia entre el precio que pagaron y el valor actual con el límite del precio de los valores en la oferta: no parece razonable que si adquirieron a un precio superior al de la oferta puedan ser indemnizados por encima de ese límite. Asimismo, aquellos inversores que en el momento de la presentación de

Por otra parte, los sujetos responsables deberán indemnizar el lucro cesante, *i.e.* las cantidades que el inversor ha dejado de percibir al haber optado por esta inversión en lugar de por otra alternativa²⁴³. La cuestión plantea, sin embargo, problemas de prueba que en la práctica hacen poco probable que el inversor vaya a recuperar estas últimas cantidades²⁴⁴. Cuando el inversor haya optado por no anular el contrato hay que entender que no cabe resarcir el lucro cesante²⁴⁵.

92. En cuanto a la extensión del daño resarcible, nada se establece expresamente al respecto en la normativa especial. Por tanto, hemos de remitirnos de nuevo a las normas generales en materia de responsabilidad extracontractual que establecen que se responde siempre de la totalidad de los daños²⁴⁶.

IV. RECAPITULACIÓN

93. El principio fundamental sobre el que pivotan las normas regulatorias del mercado de valores es el principio de transparencia informativa. A través de la imposición de obligaciones de información a los operadores que intervienen en los mercados, que se completa con un sistema de autorización administrativa y de sanciones ante su incumplimiento, se tratan de alcanzar dos objetivos de política legislativa: la protección

la demanda ya hayan vendido los valores objeto de la oferta pero lo hayan hecho a un precio inferior al de compra debido a que para ese momento ya se habían difundido las nuevas informaciones en el mercado, podrían tener también derecho a que se les indemnice la diferencia, tomándose en este caso como referencia el precio al que vendieron en lugar de la cotización actual. En este mismo sentido *vid.* VALMAÑA OCHAITA, M., *La responsabilidad...*, *cit.*, 563-564.

243. *Vid. inter alia* VALMAÑA OCHAITA, M., *La responsabilidad...*, *cit.*, pp. 369-370.

244. VALMAÑA OCHAITA, M., *La responsabilidad...*, *cit.*, p. 372 y p. 564, señala que para poder conceder alguna cuantía debería existir constancia de que se hizo alguna solicitud de valores concretos que luego no se materializó al optar por la inversión sobre la base del folleto engañoso. Por su parte, LÓPEZ MARTINEZ, M., *La responsabilidad...*, *cit.*, p. 195, propone para superar el problema que se calcule haciendo una media de los beneficios obtenidos por el mercado dentro del periodo, calculándolo sobre la base de algún índice, por ejemplo el IBEX 35.

245. *Vid.* DE CARLOS BERTRÁN, L., *Régimen jurídico...*, *cit.*, pp. 448-449; TAPIA SÁNCHEZ, M.R., "Consecuencias civiles...", *cit.*, pp. 84-85.

246. De acuerdo con el art. 1902 CC, se responde por la totalidad sin distinguir entre el deudor de buena o mala fe, al contrario de lo que ocurre en el caso de la responsabilidad contractual *ex art.* 1107 CC. Cuando el deudor es de buena fe solo responde de los daños que eran previsibles al momento de constituir su obligación y que son consecuencia directa de su incumplimiento, mientras que el deudor de mala fe responde de todos los daños que haya podido causar. *Vid.* sobre esta cuestión DE ANGEL YAGÜEZ R., 'Comentario al artículo 1107 CC', en PAZ-ARES C./DÍEZ-PICAZO L./BERCOVITZ R./SALVADOR P.(Dir.), *Comentario del Código Civil*, Vol. II, Ministerio de Justicia, Madrid, 1993, pp. 53-62, pp. 58-59.

de los mercados y la protección del inversor. De esta manera, las normas del mercado de valores cumplen una función de protección de intereses supraindividuales o generales a la que se suma la de protección de intereses individuales.

94. En el caso de las OPVs ello se concreta en la obligación de elaborar un folleto informativo de forma previa al lanzamiento de la oferta que será objeto de aprobación por parte de la CNMV y que deberá ser publicado. Esta obligación viene impuesta en el ámbito de la UE por la Directiva de Folletos y las normas de transposición nacionales, que establecen la necesidad de publicar un folleto cuando la oferta sea pública, esto es, cuando la oferta tenga una mínima entidad y esté dirigida a un número mínimo de inversores minoristas. La finalidad de la publicación del folleto es que el inversor cuente de forma previa al comienzo de la oferta, gracias a la información que en él se contiene, con los elementos de juicio suficientes como para tomar una decisión de inversión informada. O dicho de otra manera, que se proporcione información al mercado para que este la procese y transforme en la referencia que los inversores manejan que es el precio.

95. Habida cuenta de que el control de la información que se hace en la aprobación del folleto no incluye la comprobación de la veracidad de los datos incluidos, se hace necesario para que el régimen del folleto funcione que cuente con un sistema de sanciones ante su incumplimiento tanto de naturaleza jurídico-pública, fundamentalmente de carácter administrativo pero también en el caso de las conductas más graves de carácter penal, como de naturaleza jurídico-privada. Mientras que las primeras tienen como principal objetivo fomentar el cumplimiento de las normas de transparencia, las segundas buscan fundamentalmente la tutela de los inversores, aunque indirectamente también actúen como mecanismo disuasorio.

96. Las consecuencias jurídico-privadas del incumplimiento de las normas del folleto son variadas y para su análisis es útil distinguir entre el incumplimiento de las informaciones de carácter contractual del folleto, que habilitará a los inversores para el ejercicio de las acciones de responsabilidad contractual, y la introducción de inexactitudes u omisiones en relación con la información financiera del emisor. En este segundo supuesto, el inversor puede optar por ejercitar determinadas acciones del Derecho común o la acción especial de responsabilidad derivada del folleto regulada en la disciplina del mercado de valores.

97. En relación con la responsabilidad derivada del folleto, la Directiva ha establecido la exigencia de que los Estados miembros apliquen sus normas de responsabilidad civil a los incumplimientos de las normas jurídico-públicas de transparencia. Aun cuando no era una exigencia de

la norma comunitaria, muchos de los Estados miembros que carecían de una regulación especial en la materia, como era el caso de España, aprovecharon la transposición de la Directiva para introducir un régimen *ad hoc*.

98. Esta acción especial está regulada en el ordenamiento español en la LMV y en el RD 1310/2005. De acuerdo con estos, los inversores que hayan adquirido valores en una OPV sobre la base de un folleto engañoso durante su periodo de validez pueden solicitar frente a una pluralidad de sujetos la indemnización del daño sufrido. Lo único que tiene que probar el inversor es la relevancia de las falsedades u omisiones del folleto, *i.e.* que sean susceptibles de afectar a la formación del juicio sobre la inversión, y el daño, *i.e.* la diferencia entre el precio pagado por los valores y su cotización tras conocerse de la verdadera situación del emisor. La relación de causalidad entre ambas se presume.

99. Generalmente se sabe de las falsedades del folleto una vez que el emisor entra en estado de insolvencia. El principal responsable es el oferente, aunque lo habitual es que cuando sea un sujeto diferente del emisor sea este último quien elabore el folleto, como documento en el que se recogen datos que le son propios, y responda de su contenido. Precisamente porque el supuesto habitual de responsabilidad derivada del folleto es el de la insolvencia del emisor, se amplía el círculo de responsables para garantizar al inversor la posibilidad de ser resarcido. Los administradores del oferente, los auditores y los demás sujetos que acepten asumir responsabilidad responden de su contenido. Cada uno de ellos lo hace en función del papel que haya desempeñado en la elaboración del folleto. Lo que sí que resulta común a todos ellos es que responden por culpa y que a ellos corresponde la carga de la prueba de haber realizado su función de forma diligente. Quedan fuera del círculo de potenciales responsables los intermediarios, al contrario de lo que sucede en el panorama comparado en que, por lo general, sí que responden del contenido del folleto.

SEGUNDA PARTE

LAS OPVs TRANSFRONTERIZAS

INTRODUCCIÓN

I. LAS OPVs TRANSFRONTERIZAS

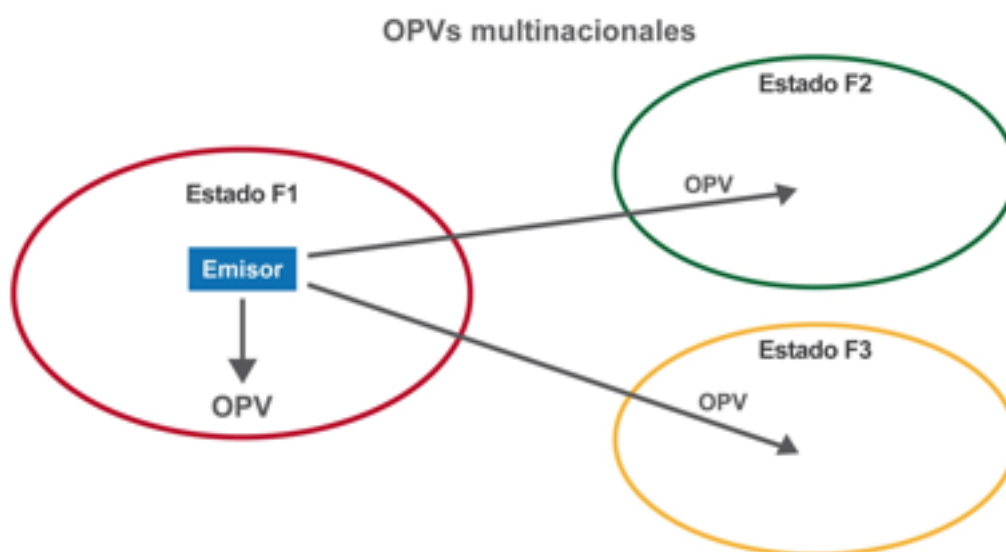
1. Cuando las ofertas públicas presentan conexiones con los ordenamientos jurídicos de más de un Estado, ofertas a las que nos vamos a referir genéricamente como OPVs transfronterizas, se plantean una serie de problemas específicos a los que el Derecho internacional privado trata de dar respuesta. En particular, a lo largo de esta segunda parte del trabajo vamos a analizar los problemas que se plantean en relación con la determinación de la ley aplicable.

2. A efectos expositivos distinguiremos dos casos de OPVs transfronterizas en función de cuál sea el elemento que dota a la operación de internacionalidad:

(i) OPVs internacionales. Son aquellas ofertas que un emisor incorporado en un Estado dirige a un único mercado localizado en un Estado diferente del de incorporación y que pueden venir seguidas o no de admisión a negociación en los mercados de ese mismo Estado. En estos supuestos existe un único mercado afectado por la oferta y, en principio, el elemento de internacionalidad lo introduce la *lex incorporationis* del emisor.



(ii) OPVs multinacionales. Son aquellas ofertas que están dirigidas a una pluralidad de Estados, seguidas o no de admisión a negociación en un mercado regulado de esos Estados u otros diferentes, o dirigidas a un único Estado con admisión a negociación en, al menos, otro Estado diferente. En estos supuestos el elemento de internacionalidad lo introduce la afectación de los mercados de múltiples Estados, bien por haberse realizado allí la oferta, bien por haberse solicitado la admisión a negociación, con independencia de la *lex societatis* del emisor²⁴⁷.



3. El caso más habitual de OPV transfronteriza es la OPV multinacional en que el emisor oferta sus valores en el mercado nacional y en otro u otros adicionalmente: en la mayoría de los casos los emisores tendrán interés en ofertar sus valores en su Estado de incorporación, donde serán más conocidos y tendrán su principal mercado, y solo adicionalmente –y no en lugar de– se dirigirán a otros mercados.

4. En la definición de los supuestos de OPV transfronteriza nos hemos referido no solo a los mercados donde se lanza la oferta sino también a aquellos donde se solicita la admisión a negociación, pues el mismo folleto que permite lanzar la oferta pública es válido también para solicitar admisiones a negociación en mercados regulados. Así, si el folleto es engañoso y causa un daño a los inversores, el régimen de responsabilidad civil designado por las normas de conflicto será igualmente aplicable.

5. En las OPVs transfronterizas es habitual que la oferta venga sucedida de admisión a negociación en un mercado regulado. Esta afirma-

247. Esta distinción entre OPVs internacionales y multinacionales, a la que hacemos referencia en la medida en que entendemos que resulta de ayuda en el análisis, es la utilizada entre otros autores por WATTER, R., "Art. 156...", *cit.*, p. 1235.

ción se justifica por el siguiente motivo. El régimen del folleto establecido en la Directiva únicamente se aplica a ofertas públicas de determinada entidad –presenten o no elemento de internacionalidad–. Esto excluye a emisores de tamaño menor, que realizarán ofertas por importes que no quedan sujetos a la obligación de publicar un folleto²⁴⁸. De entre los emisores de mayor tamaño es probable que sólo los de mayor importancia consideren la posibilidad de acudir a mercados diferentes de los nacionales, por los costes adicionales en que incurrirán con ello. Caso de adoptar tal decisión, será igualmente probable que quieran que los valores ofertados en el extranjero tengan liquidez en algún mercado además del doméstico.

Por estos motivos, en supuestos transfronterizos resulta particularmente adecuado tener en cuenta no sólo los países donde se realiza la oferta sino también aquellos, en la medida en que sean diferentes, donde se solicita la admisión a negociación.

II. ESTRUCTURA DE LA SEGUNDA PARTE DEL TRABAJO DE INVESTIGACIÓN

6. La naturaleza híbrida del Derecho del mercado de valores, que contiene tanto normas de naturaleza jurídico-pública como normas de naturaleza jurídico-privada, se refleja también en el plano de los conflictos de leyes. Los métodos de reglamentación son diferentes en función del tipo de normas de que se trate –regulatorias o jurídico-privadas– y ello se refleja en la estructura de esta Segunda Parte del trabajo de investigación.

7. El Capítulo Tercero está dedicado a la determinación del régimen regulatorio aplicable en las OPVs transfronterizas. En este ámbito, la técnica de reglamentación tradicionalmente utilizada ha sido la unilateral: cada Estado determina en qué supuestos es de aplicación su régimen del folleto. Esta situación se ha visto alterada por la introducción del principio de reconocimiento mutuo en áreas de integración regional, como es el caso de la UE, en los términos que analizamos a lo largo del capítulo.

248. *Vid.* art. 41.1 j) del RD 1310/2005 que se refiere a los “valores de deuda emitidos de manera continua o reiterada por entidades de crédito, cuando el importe total de la oferta en la Unión Europea sea inferior a 75 millones de euros, cuyo límite se calculará con respecto a un período de 12 meses, a condición de que estos valores: 1. No sean subordinados, convertibles o canjeables. 2. No den derecho a suscribir o a adquirir otros tipos de valores, y 3. No estén ligados a un subyacente del que dependa su valor o precio y art. 38.1 e) que se refiere a ofertas de menos de 5.000.000 euros, límite que se calculará en un período de doce meses.

8. Los Capítulos Cuarto a Séptimo hacen referencia a la determinación de la ley aplicable a los aspectos jurídico-privados de la cuestión. En particular, a la ley aplicable a la responsabilidad civil derivada del folleto, que constituye el objeto central de este trabajo.

9. Se pretende, como punto de partida, establecer por qué modelo normativo se ha optado en esta materia en el seno de la UE: un modelo de conexión accesoria en el que las normas de responsabilidad derivadas del incumplimiento del régimen del folleto quedan anudadas a las normas regulatorias aplicables, o bien un modelo de conexión autónoma en el que los criterios de conexión se establecen de forma independiente de tales normas regulatorias. A esta cuestión se dedica el Capítulo Cuarto.

10. El Capítulo Quinto se refiere a la identificación del texto de aplicación para determinar la ley aplicable a la responsabilidad derivada del folleto. Dos son los textos potencialmente aplicables: el Reglamento Roma I, en materia de obligaciones contractuales, y el Reglamento Roma II, en materia de obligaciones extracontractuales²⁴⁹. A lo largo del capítulo se lleva a cabo, en primer lugar, la interpretación de las disposiciones que delimitan los ámbitos de aplicación respectivos y, en segundo lugar, se califica la responsabilidad derivada del folleto.

11. El Capítulo Sexto está dedicado a la determinación de la ley aplicable de acuerdo con el Reglamento Roma II y se valora el resultado al que ello lleva.

12. Por último, en el Capítulo Séptimo se propone una norma de conflicto que solventa los problemas que se hayan detectado a lo largo del análisis en el capítulo anterior.

13. Aunque este trabajo se refiere a las soluciones conflictuales del ordenamiento español, que son de fuente europea, hemos contrastado estas cuando ha sido oportuno con las de otros ordenamientos. En particular, con el ordenamiento estadounidense y con el ordenamiento suizo. En el primer caso, porque se trata del ordenamiento pionero en la regulación de estas cuestiones; nos referiremos a este aun cuando el tratamiento que recibe la cuestión de la determinación de la ley aplicable es, como es de sobra conocido, muy diferente al que recibe en nuestra tradición. En el segundo caso, por tratarse del único ordenamiento, al menos por lo que a nosotros se nos alcanza, en que se ha introducido una norma de conflicto especial en materia de responsabilidad derivada del folleto.

249. Reglamento (CE) n° 593/2008, de 17 de junio de 2008, sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales –Reglamento Roma I– y Reglamento (CE) n° 864/2007 del Parlamento Europeo y del Consejo de 11 de julio de 2007 relativo a la ley aplicable a las obligaciones extracontractuales –Reglamento Roma II–.

CAPÍTULO TERCERO

NORMAS REGULATORIAS Y OPVs TRANSFRONTERIZAS

I. INTRODUCCIÓN

1. En materias en las que existe un marcado interés público, tales como las relativas al modelo económico o social de un país, los Estados deciden qué conductas quedan sometidas a su regulación y cuáles quedan fuera. Esto es, cada Estado define en qué supuestos resultan de aplicación sus normas a través de la definición del ámbito de aplicación de estas. A este método de reglamentación se le denomina unilateral.

2. Uno de los ejemplos típicos es el Derecho del mercado de valores, como rama del ordenamiento que regula una de las instituciones básicas para el funcionamiento de la economía. Así, cada Estado determina unilateralmente en qué supuestos es de aplicación su Derecho del mercado de valores y, por lo que a nosotros nos interesa, cuándo son de aplicación sus normas de *disclosure* en materia de OPVs, *i.e.* el régimen del folleto. En este último caso, los Estados generalmente optan por su aplicación en aquellos supuestos en los que la oferta está dirigida a sus mercados.

3. La técnica de reglamentación unilateral es, no obstante, sólo el punto de partida. Habida cuenta de que cada Estado decide unilateralmente la aplicación de su régimen del folleto, y lo hace como regla general cuando la oferta se dirija a sus mercados, a las OPVs multinacionales se les aplicará cumulativamente las normas regulatorias de todos aquellos Estados en cuyos mercados se oferten los valores. Para paliar los problemas que esto conlleva, diversos países han optado por celebrar acuerdos de reconocimiento mutuo en los que se establece que el

cumplimiento de la normativa de un único Estado parte y la aprobación de una única autoridad competente permite lanzar la OPV en los demás. Este es el caso de la UE. En esta, el funcionamiento del mercado interior ha requerido la aplicación a las OPVs intracomunitarias del principio de reconocimiento mutuo o de Estado miembro de origen a través de la instauración de lo que se ha denominado “pasaporte” del folleto.

4. En este capítulo nos vamos a referir, en primer lugar, a la reglamentación unilateral en materia de Derecho del mercado de valores en general y de las OPVs en particular. En segundo lugar, analizaremos el giro que se ha producido en la UE hacia la aplicación del principio de Estado miembro de origen. Las soluciones a las que iremos haciendo referencia, tanto en relación con la reglamentación unilateral como con la aplicación del principio del Estado de origen, serán bien las de las normas españolas de origen interno, bien las de las normas españolas de transposición de Directivas. Contrastaremos puntualmente estas soluciones con las de la normativa estadounidense cuando resulte oportuno. Por último, recapitularemos las ideas más importantes.

II. EL PUNTO DE PARTIDA: LA UNILATERALIDAD COMO TÉCNICA DE REGLAMENTACIÓN.

1. La unilateralidad en el Derecho del mercado de valores

1.1. Unilateralidad y ley aplicable

1.1.1. Introducción

5. La técnica de reglamentación que se utiliza en el Derecho del mercado de valores, como rama del ordenamiento que se ocupa de materias que tienen un carácter ordo-político, es la unilateral: cada Estado determina el ámbito de aplicación espacial de sus normas²⁵⁰.

250. Vid. en este sentido, *inter alia*, GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J., “Cross-border...”, *cit.*, pp. 79-80; KRONKE, H., “Connected and global Securities Market –with or without conflict of Laws?”, en BAUMS, T./ HOPT, J./ HORN, N. (Eds.), *Corporations, Capital Market and Business in the Law*, Kluwer International, 2000, pp. 363-374, pp. 365 y ss., que denomina a esta aproximación “new unilateralism”; BASEDOW, J., “Conflicts of economic regulation”, *The American Journal of Comparative Law*, Vol. 42, 1994, pp. 423-447, p. 439, también aborda esta cuestión aunque sin referirse específicamente a las normas del Derecho del mercado de valores sino a la denominada *economic law*, dentro de la que queda englobada la normativa regulatoria del mercado de valores. Vid. en la doctrina española acerca de las normas de Derecho público con carácter general CALVO CARAVACA, A.L./CARRASCOSA GONZÁLEZ, J., *Derecho internacional privado*, Vol. II, Comares, 2013, pp. 333-338; CARRILLO SALCEDO, J.A., *Derecho internacional privado*, Tecnos, 1983, pp. 137 y ss. y pp. 144-145; ESPINAR VICENTE, J.M., *Tratado elemental de Derecho internacional privado*, Madrid, 2008, pp. 64-66; VIRGÓS SORIANO, M., “La regulación jurídica del tráfico externo”, en PÉREZ VERA, E., *Derecho internacional pri-*

Se parte del propio ordenamiento jurídico para delimitar su ámbito de aplicación. Esta técnica se contrapone al método conflictual concebido por Savigny, en el que el punto de partida es, en vez del ordenamiento del foro, la relación jurídica. Como es bien sabido, en lugar de delimitar el ámbito de las normas del foro, las normas de conflicto clásicas parten de la relación jurídica en la idea de que cada relación jurídica tiene una única sede natural y que es el ordenamiento jurídico de la sede el que ha de ser aplicado. De esta manera, la norma de conflicto puede designar como aplicable la ley de cualquier Estado y es esa única ley la que regulará la cuestión, independientemente de cuál sea su contenido material. Por el contrario, la técnica unilateral únicamente determina la aplicación o no de las normas materiales del foro y lo hace, precisamente, en función de los intereses del foro.

6. Cuando el Derecho del foro no se declare aplicable, la determinación del Derecho extranjero que sí lo es exige acudir a cada ordenamiento extranjero y atender a la delimitación del ámbito de aplicación de las normas que cada uno de ellos haga. Esto es, no cabe la bilateralización de las soluciones del foro²⁵¹. Además, los tribunales de cada Estado sólo van a entender de una cuestión cuando sus normas regulatorias sean aplicables, *i.e.* no van a aplicar de forma directa Derecho público extranjero, aunque este, en atención a la delimitación del ámbito de aplicación de sus normas, se declare aplicable. La negativa a aplicar Derecho público extranjero responde a la idea de que este es expresión de intereses públicos extranjeros que, en tanto que tales, no tienen por qué encontrar aplicación más allá de las fronteras nacionales²⁵². Por ello, en este ámbito la pregunta que se plantea no es tanto qué Derecho es aplicable como si las normas regulatorias del foro lo son²⁵³.

vado, Vol. I, Colex, 2000, pp. 81-104, pp. 81-84.

251. Este método de reglamentación en el que cada Estado, partiendo de sus propias normas, determina cuándo estas son de aplicación y la solución a la que llega no es bilateralizable, ha sido denominado por la doctrina "unilateralismo introverso". *Vid.* BASEDOW, J., "Conflicts...", *cit.*, p. 441, que se refiere a la cuestión como "conflict rules of the inverse unilateral kind"; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J., "Cross-border...", *cit.*, p. 85, con más referencias, que pone de relieve que la doctrina alemana lo denomina "introvertierten Unilateralität". En este sentido *vid. inter alia* CALVO CARAVACA, A.L., "La norma de conflicto del s. XXI", en AAVV, *Obra homenaje al profesor D. Julio González Campos*, Pacis Artes, UAM, T. II, 2005, pp. 1335-1374, pp. 1363-1367; GÖTHEL, S. R., "Grenzüberschreitende Rechtweite ausländischen Kapitalmarktrecht", *IPRax*, núm. 5, 2001, pp. 411-419, p. 416.

252. *Vid.* BASEDOW, J., "Conflicts of economic...", *cit.*, p. 425. Ello no obsta, como señala GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J., "Cross-border...", *cit.*, p. 85, para que no se puedan establecer mecanismos de cooperación transfronteriza o para que quepa la "toma en consideración" de Derecho público extranjero. *Vid. infra* núms. 28 y ss. sobre esta cuestión.

253. Este grupo de cuestiones se ha abordado en la doctrina de ámbito anglosajón bajo la expresión "public law taboo", acuñada por LOWENFELD, A., "Public Law in the inter-

7. Por lo que a nosotros nos interesa, cada Estado determina unilateralmente en qué supuestos un emisor ha de cumplir de forma previa al lanzamiento de una OPV con las obligaciones regulatorias de información de ese ordenamiento, *i.e.* con su régimen del folleto²⁵⁴. De esta manera, se aseguran de que los objetivos de política legislativa –protección del mercado en el que se produce la oferta y protección del inversor que concurre a esta– se van a cumplir.

1.1.2. Normas de extensión y Derecho del mercado de valores

8. La delimitación que se haga del ámbito de aplicación de las normas del foro es posible que sea, en primer lugar, expresa. En tal caso la disposición que establezca el ámbito de aplicación se denomina “norma de extensión”. En ausencia de este tipo de disposición, la delimitación del ámbito de aplicación ha de derivarse del sentido y fin de la norma de la que se trate²⁵⁵.

9. En el ordenamiento jurídico español, la delimitación del ámbito de aplicación que se hace con carácter general de las normas del Derecho del mercado de valores se lleva a cabo expresamente a través de la norma de extensión contenida en el artículo 3 de la LMV. Esta disposición toma como punto de partida las normas del Derecho del mercado de valores españolas –“las disposiciones de la presente ley”– y establece a continuación que serán de aplicación siempre que la “emisión, negociación o comercialización tenga lugar en territorio nacional”²⁵⁶.

En el caso concreto de la normativa en materia de OPVs, existía

national arena: conflict of laws, international law and some suggestions for the interaction”, *Recueil des Cours*, Vol. 163, 1979, pp. 311-436. A ello se refiere MCCONAUGHAY, P., “Reviving the “Public Law taboo” in international conflicts of laws”, 35 *Stanford Journal of International Law*, núm. 255, 1999, pp. 255-312, *passim*, justificando la vigencia del *taboo* y así de una aproximación diferente de la de los “conflict of laws”. También DODGE, W., “Breaking the public law taboo”, *Harvard International Law Journal*, núm. 43, 2002, pp. 161-235, *passim*, se refiere a la cuestión pero no tanto desde el punto de vista de la aplicación del Derecho público nacional –e inaplicación del extranjero– como desde el punto de vista del reconocimiento de sentencias dictadas por tribunales extranjeros en las que se haya aplicado Derecho público extranjero.

254. *Vid.* GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J., “Cross border...”, *cit.*, p. 91.

255. Como señala en relación con el mercado de valores KRONKE, H., “Capital markets and conflicts of laws”, *Recueil des Cours*, Vol. 286, 2000, pp. 247-386, p. 283, “when legislators do define their sphere of application the conflicts rules are usually unilateral. When legislator do not define the sphere of application of public policy rules and administrative agencies or courts have to take care of finding the appropriate connecting factor, they tend to tailor them similarly. This means in particular that they will always apply the *lex fori* when there is such a connection with the forum and the forum’s policies require that the rule in question be applied”.

256. *Vid. inter alia* en la doctrina española sobre las normas de extensión en el ámbito del mercado de valores CALVO CARAVACA, A.L./CARRASCOSA GONZÁLEZ, J., *Derecho...*, *cit.*, pp. 436-437.

asimismo una norma de extensión en el artículo 1.1 del ya derogado RD de Emisiones, predecesor del RD 1310/2005. De acuerdo con este artículo, el Real Decreto era aplicable a las “emisiones de valores negociables que se realicen mediante oferta pública” siempre que la oferta tuviera lugar en “territorio nacional”²⁵⁷. La Propuesta de Código Mercantil elaborada por la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación recoge una disposición que se expresa en términos similares a la ya derogada, si bien no circunscrita a las ofertas públicas sino aplicable a cualquier emisión²⁵⁸. Bajo la rúbrica “emisiones dirigidas a residentes en España” establece que “toda emisión de valores o instrumentos financieros que se dirija a captar ahorro del público en territorio español estará sujeta a la legislación española reguladora del mercado”.

10. En otros ordenamientos la delimitación no se hace de manera expresa. El silencio del legislador hace necesario deducir el ámbito de aplicación de las normas por vía interpretativa, en atención a los objetivos de política legislativa que se quieran alcanzar a través de estas.

Uno de los supuestos típicos es el caso del ordenamiento estadounidense, que carece de una norma que, con carácter general, delimite el ámbito de aplicación de sus normas de Derecho del mercado de valores. Sí que la tienen, por el contrario, en la materia concreta de las OPVs. De esta cuestión se ocupa la *Regulation S*, que excluye del ámbito de aplicación de las normas aplicables a las OPVs todas las *offshore transactions*—operaciones realizadas en el extranjero—²⁵⁹. Esto es, hace una delimitación negativa del ámbito de aplicación de las normas estadounidenses.

1.2. Unilateralidad y autoridad competente

11. Uno de los pilares del modelo de regulación de los mercados de valores es la existencia de un sistema de supervisión que se atribuye a

257. Una previsión similar se encontraba en el ordenamiento italiano en el decreto legislativo de 24 de febrero de 1998 n. 58, Gazz Uff, suppl. Ord. Al n. 71 del 26 de marzo de 1998, de acuerdo con el cual las normas de información relativas a las OPVs que se contenían en los arts. 94-101 eran de aplicación cuando “l’attività disciplinata si svolge o comunque produce effetti sul mercato italiano”. Vid. al respecto BENEDELLI, M., “Corporate governance”, mercati finanziari e Diritto internazionale privato”, *RDIPP*, núm. 4, 1998, pp. 713-744, pp. 714-715.

258. Art. 583-1 de la Propuesta presentada el 20 de junio de 2013, accesible en: <http://www.mjusticia.gob.es/cs/Satellite/es/1215197775106/Medios/1288780618794/Detalle.html>.

259. En 1990 se adopta la *Regulation S*, que delimita el ámbito de aplicación de las *Section 5* y *11*, que regulan las OPVs en el ordenamiento estadounidense. Vid. *infra* núm. 22 con más detalle. Sobre la *Regulation S* vid. LANDER, GUY P., “Regulation S –Securities Offerings outside the United States”, 21 *N.C.J. Int’l & Com. Reg.*, 339, 1996, pp. 340-394, *passim*.

una autoridad competente, que tiene además potestad sancionadora²⁶⁰. El método de reglamentación unilateral se proyecta sobre esta faceta de la regulación del mercado de valores a través del principio *auctor regit actum*: el ámbito de competencia para la supervisión que tiene cada autoridad se determinará, como el resto de cuestiones, unilateralmente y cada autoridad competente, en principio, aplicará dentro de su ámbito de competencia exclusivamente sus propias normas regulatorias²⁶¹.

En el ámbito de las OPVs, cada Estado determina unilateralmente en qué supuestos sus autoridades van a ser competentes para la aprobación del folleto previa al lanzamiento de la oferta. En estos supuestos las normas regulatorias aplicables serán las de ese Estado. De esta manera, las autoridades competentes no tendrán, en principio, que aplicar Derecho público extranjero.

2. El punto de conexión

2.1. La conexión con el mercado

12. Para determinar si las normas regulatorias de determinado Estado resultan de aplicación a un supuesto transfronterizo, el punto de partida es, como apuntábamos, las propias normas de ese Estado y, en consecuencia, los objetivos de política legislativa que subyacen en ellas. Por ello, es natural que las conexiones que se establezcan unilateralmente para la aplicación de estas estén “teñidas” de valoraciones materiales, *i.e.* responden a los objetivos del ordenamiento que las establece²⁶².

13. Los objetivos de política legislativa que persigue el Derecho del mercado de valores son dos. En primer lugar, se busca la ordenación y protección del mercado de valores nacional, como pieza clave en el equilibrio económico del país, a través del establecimiento de una serie de normas en relación con el acceso a tales mercados, la distribución de información o la formación de los precios. En último término, a través de estas normas se busca una mejora de la eficiencia en la asignación del capital. Desde este punto de vista, la normativa del mercado de valores sirve a fines supraindividuales, de interés general. En segundo lugar, se pretende, a través de la protección del mercado, la protección de los inversores que concurren a él. Con ello se sirve, en este caso, a fines individuales²⁶³. Estos objetivos, que están íntimamente relacionados entre

260. *Vid. supra* Capítulo Segundo, núms. 17 a 19 y 22-23.

261. *Vid.* GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J., “Cross-border...”, *cit.*, p. 85.

262. *Vid.* BASEDOW, J., “Conflicts of economic...”, *cit.*, pp. 428 y ss., en referencia a las normas de *economic law* en general y GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J., “Cross-border...”, *cit.*, pp. 79-80, sobre las normas del mercado de valores en particular.

263. *Vid. inter alia* GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J., “Cross-border...”, *cit.*, pp. 71-73.

sí, son comunes a todos los Estados. De esta forma se explica que la conexión de una actividad con el mercado nacional determine la aplicación de las normas regulatorias del Estado donde se encuentra el mercado²⁶⁴.

14. Este análisis referido al Derecho del mercado de valores en general es, por razones obvias, asimismo válido en el ámbito de las normas regulatorias del mercado primario, donde los objetivos de política legislativa que se persiguen con la imposición de obligaciones de información a través de la publicación de un folleto de forma previa al lanzamiento de una oferta son igualmente la protección del mercado y de los inversores que en él adquieren, que además en este ámbito tienen, por regla general, la condición de consumidores. Así, los Estados tradicionalmente han aplicado sus normas regulatorias, *i.e.* su régimen del folleto, cuando la OPV tiene conexión con el mercado nacional.

2.2. El *target market test*

2.2.1. Introducción

15. Hemos afirmado que los Estados aplican su normativa cuando una OPV está conectada con el mercado nacional. Pero decir esto es decir poco si no concretamos dos cuestiones. En primer lugar, hace falta identificar qué elemento de la actividad es el que tiene que estar conectado con el mercado. En segundo lugar, tenemos que delimitar cuál es el mercado relevante, *i.e.* cuál es el mercado afectado.

16. Para facilitar esta operación, en el panorama comparado se han elaborado una serie de test que responden a los objetivos de política legislativa de cada una de las distintas normas que componen el Derecho del mercado de valores. Cada test toma como relevante un elemento diferente –domicilio del inversor, conducta, transacción– y determina así la aplicación de la normativa en supuestos distintos²⁶⁵. En el ámbito del mercado primario, el test que se utiliza para la identificación de la ley aplicable es el denominado *target market test*. De acuerdo con este, las normas regulatorias que resultan de aplicación son las del Estado a cuyo mercado se dirige la oferta. Serán así también las autoridades de ese Estado las competentes para la aprobación del folleto.

17. Por lo tanto, el elemento de la actividad al que se dota de relevancia es la oferta, y el mercado afectado es el mercado al que se dirige esa oferta –el *target market*, en terminología anglosajona–, en el que, previsiblemente, acabarán por producirse un número elevado de transaccio-

264. Vid. acerca de la conexión con el mercado en este ámbito GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J., “Cross-border...”, *cit.*, pp. 77-78; GRUNDMANN, S., *European Company...*, *cit.*, pp. 385-388; KRONKE, H., “Connected...”, *cit.*, p. 370.

265. Vid. sobre estas cuestiones *infra* Capítulo Cuarto núms. 24.

nes, *i.e.* contratos de suscripción o compraventa de valores negociables entre el oferente y los inversores.

18. La determinación del *target market* puede resultar una operación complicada, toda vez que el mercado primario es un mercado extrabursátil²⁶⁶. Los dos factores que se han señalado, fundamentalmente, para la identificación de este y con él de la normativa regulatoria aplicable han sido las actividades publicitarias y la residencia de los inversores destinatarios de la OPV. En primer lugar, cabe delimitar el mercado afectado en atención al país o países a los que están dirigidas las actividades publicitarias, *i.e.* las comunicaciones dirigidas al público general a través de las cuales se pretende promover la suscripción o adquisición de los valores objeto de la oferta, con independencia del medio utilizado para ello –prensa, radio, televisión, correo electrónico, internet, carteles, circulares y cartas, llamadas telefónicas, visitas a domicilio etc.–²⁶⁷. En segundo lugar, la residencia de los inversores destinatarios de la campaña puede servir para determinar el país al que se dirige la oferta²⁶⁸.

266. KRONKE, H., “Connected...”, *cit.*, pp. 370-371, señala que, salvo que se trate de mercados organizados en un sitio físico, la conexión con el mercado lleva a una situación francamente insatisfactoria, de lo que se deduce que la conexión con el mercado es solo el punto de partida, no la solución. GRUNDMANN, S., *European Company...*, *cit.*, p. 387, señala también las dificultades para la delimitación del mercado en operaciones extrabursátiles.

267. La definición de actividad publicitaria como toda comunicación dirigida al público en general cuya finalidad es la promoción de la adquisición de los valores de la oferta, con independencia del medio usado para ello, está tomada del art. 2 de la norma que regula la cuestión en España, la Orden EHA/171/2010, de 11 de junio, de regulación y control de la publicidad de servicios y productos de inversión. Nótese que la diferencia entre la definición de oferta pública a efectos de la Directiva de Folletos y de actividad publicitaria radica, por lo que ahora nos interesa, en que en aquel caso se requiere que la oferta “presente la información suficiente sobre los términos de la oferta y de los valores que se ofertan de modo que permita a un inversor decidir la adquisición o suscripción de estos valores” –*vid. supra* Introducción a la Primera Parte núm. 2–. Si se diera el caso de que la actividad publicitaria cumpliera esta condición, se caracterizaría como oferta pública y se exigiría de forma previa al lanzamiento de ella que se aprobase un folleto informativo. Así, ya no funcionaría *ex ante* como *proxie* del mercado afectado y, por tanto, tampoco nos ayudaría a identificar la normativa regulatoria con la que el oferente debe cumplir. No obstante, es dudoso que la actividad publicitaria vaya a cumplir con esta definición.

268. Cuando ya se ha determinado el *target market* y se ha elaborado el folleto conforme a la normativa de tal Estado, no es inhabitual que para confirmar que la oferta se dirige únicamente a ese o esos mercados y no a otros se añada un *disclaimer* en el que se establezca expresamente que la oferta no se dirige a los residentes de determinado país. De esta manera se delimita negativamente el *target market*. *Vid.* GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J., “Cross border...”, *cit.*, p. 92; WOOD, P.R., *Conflicts of Laws and International Finance*, Sweet&Maxwell, 2007, p. 378. Un ejemplo de ello lo encontramos en el caso de la ampliación de capital social que realizó Pescanova en 2012 a través de una oferta pública en los mercados españoles. En el folleto inscrito ante la CNMV el 10 de julio de 2012 –accesible en <http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={4efc3a36-82b0-4cbe-ae16-b1f502c72d9e}>– se incluyen *disclaimers* en relación con los inversores resi-

19. De estos dos factores, el relevante para la determinación del *target market* es, en nuestra opinión, la realización de actividades publicitarias. Así se sigue de los objetivos de política legislativa que trata de alcanzar la normativa: protección del mercado y, a través de esta, de los inversores que adquieren en la oferta.

Si el primer objetivo de la normativa es la protección del mercado afectado por la oferta y este es aquel al que se dirige esta, parece razonable entender que el criterio esencial para la delimitación de tal mercado sea la realización de actividades publicitarias, pues el emisor se dirige al mercado a través de tales actividades. La aplicación de las normas del Estado donde se localice tal mercado es necesaria para la protección de este: sólo así se logrará el nivel deseado de regulación, *i.e.* sólo de esta manera se logrará que el mercado no se encuentre ni infra ni sobre regulado²⁶⁹.

Del mismo modo, la aplicación de la ley de tal Estado garantiza la protección de los inversores a los que la normativa trata de proteger: aquellos que concurren a la oferta en el mercado nacional. En efecto, el objetivo de política legislativa no es tanto proteger a los inversores residentes en determinado Estado como a aquellos que concurren a sus mercados, con independencia de su residencia. Por ello, la residencia habitual del inversor no debe ser el criterio clave en la determinación del *target market*. No obstante, lo cierto es que en el caso de las OPVs lo habitual será que en el mercado primario el inversor, como inversor minorista, adquiera los valores en los mercados del Estado de su residencia habitual, de manera que ambos criterios llevarían a un mismo resultado.

20. En la medida en que es de aplicación el régimen del folleto del Estado al que se dirige la oferta, los emisores que deciden dirigir su oferta a determinado mercado a través de actividades publicitarias estarán con ello eligiendo implícitamente las normas regulatorias de ese Estado. Es lo que se ha denominado *voluntarism principle*. De la misma manera, los inversores que se planteen adquirir en la oferta sabrán de antemano qué normativa es aplicable y en esta medida se puede decir que pueden elegir²⁷⁰. Los inversores, salvo aquellos que decidieran dirigirse a mercados

dentes en EEUU, Australia, Canadá y Japón, *vid.* p. 61.

269. *Vid.* en este sentido GRUDMANN, S., *European Company...*, *cit.*, p. 386, que se refiere al Estado al que se dirige el emisor por vía publicitaria y donde el inversor presta el consentimiento.

270. *Vid.* GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J., "Cross-border...", p. 77. Esta misma idea se plasma en el *Regulation S, Securities Act Release* No 6863, cuando se dice: "The territorial approach recognizes the primacy of the law in which a market is located. As investors choose their markets, they choose the laws and regulations applicable in such markets". *Vid infra* núm. 22 sobre la *Regulation S*.

extranjeros, quedarían protegidos mediante la aplicación de las normas regulatorias locales. En definitiva, esta forma de reglamentación permite la elección, aunque sea indirecta, de la normativa regulatoria aplicable, *i.e.* permite cierto arbitraje. Decimos “cierto” arbitraje regulatorio toda vez que sólo existe la posibilidad de elegir la ley aplicable indirectamente a través de la elección del mercado y, en consecuencia, no cabe disociar en la elección las normas aplicables –las normas regulatorias del mercado de valores– de las instituciones no legales –el mercado propiamente dicho con sus características, tales como puede ser la liquidez–. Así pues, el método de reglamentación unilateral deja espacio a un arbitraje regulatorio limitado, del que se deriva una *regulatory competition* igualmente limitada²⁷¹.

2.2.2. El *target market* en el Derecho positivo

21. Un ejemplo de definición del *target market* similar al que proponemos lo encontramos en el derogado Real Decreto de Emisiones, que establecía la aplicación de las normas relativas a las OPVs cuando las ofertas tuvieran lugar en territorio nacional. Ello ocurría cuando el emisor ofrecía los valores desarrollando actividades publicitarias en este²⁷². Por actividad publicitaria había que entender, según el artículo 3.1 b) “toda forma de comunicación dirigida a los inversores con el fin de promover, directamente o a través de terceros que actúen por cuenta del emisor u oferente, la suscripción o la adquisición de valores negociables”. En todo caso, esto incluía “llamadas telefónicas iniciadas por el emisor u oferente, visitas a domicilio, cartas personalizadas, correo electrónico o cualquier otro medio telemático, que formen parte de una campaña de difusión, comercialización o promoción”. Además, siempre que la campaña estuviera dirigida a inversores residentes en España, se debía entender que esta se realizaba en territorio nacional. En los casos en que la oferta se hiciera a través de internet, se presumía que esta se dirigía a residentes en España siempre que se propusiera la compra de los valores o se facilitase a los residentes en territorio español la información necesaria para apreciar las características de la emisión u oferta y adherirse a ella.

271. *Vid.* en este sentido BAUM, H., “Globalizing capital markets and possible regulatory responses”, en BASEDOW, J./ KONO, T., *Legal aspects of globalization*, Kluwer International Law, 2000, pp. 77-132, pp. 89-90; CHOI, S./ GUZMÁN, A. T., “The dangerous extraterritoriality of american securities law”, *Northwestern Journal of international & business*, núm 17, 1996, pp. 207-241, p. 230.

272. De esta manera, la normativa anterior equiparaba oferta pública con actividad publicitaria. Recuérdese que la definición de oferta pública en Derecho de la UE se introdujo con la Directiva de Folletos, de manera que en el momento en el que estaba en vigor la normativa a la que ahora nos referimos no existía esta. Ante esta ausencia, el legislador español optó por la equiparación a la que nos referimos. No obstante, el ejemplo es válido para lo que queremos ilustrar en este punto en relación con la unilateralidad como técnica de reglamentación y el *target market test*. Cosa diferente es que, como tendremos ocasión de analizar más adelante en este capítulo, la técnica de reglamentación haya variado.

22. Esta solución es, además, coherente con la adoptada a nivel comparado. Un ejemplo lo encontramos en la normativa estadounidense en materia de OPVs. Estas se encuentran reguladas en la *Section 5* del SA de 1933, en la que se establecen los requisitos de información con los que han de cumplir los emisores de forma previa al lanzamiento de una oferta. La responsabilidad civil derivada del incumplimiento de las obligaciones de información se regula, fundamentalmente, en la *Section 11* de la misma norma. La *Regulation S* es, como ya hemos señalado, la norma que delimita negativamente el ámbito de aplicación de la normativa aplicable a las OPVs –*Section 5* y *Section 11*–, y lo hace excluyendo de su ámbito de aplicación todas las *offshore transactions*²⁷³.

La finalidad que trata de alcanzar la *Regulation S* con la delimitación del ámbito de aplicación de las normas regulatorias es evitar la aplicación de la normativa estadounidense cuando los valores no se hayan distribuido en EEUU y siempre que no exista peligro de redistribución posterior –*flow back*–²⁷⁴. Esto se justifica porque el objetivo de política legislativa que se persigue es la protección del mercado estadounidense²⁷⁵. Para ello,

273. El que la *Regulation S* delimite el ámbito de aplicación no sólo de la *Section 5* sino también de la *Section 11* responde al hecho de que en el ordenamiento estadounidense el tratamiento que se hace de la aplicación en supuestos internacionales de las normas de naturaleza jurídico-privada es similar al que se hace de las normas regulatorias. Esto es, EEUU decide unilateralmente en qué supuestos va a aplicar sus normas de responsabilidad fundadas en la *securities law* en acciones entabladas *inter privatos*, y lo hace en atención a consideraciones materiales. Por lo que a nosotros ahora nos interesa, la *Section 11*, aplicable exclusivamente ante incumplimientos de la *Section 5*, tiene su ámbito de aplicación delimitado expresamente a través de la *Regulation S* junto con el de la *Section 5*. Su “suerte” queda ligada a la de esta última: la aplicación de la *Section 5* implica la posibilidad de aplicar la *Section 11*. Por lo tanto vamos a referirnos en este punto a la aplicación de ambas conjuntamente. Nos referiremos con más detalle a la aplicación de la *Section 11* en el Capítulo Cuarto núms. 19-28. La *Section 11* no es, no obstante, la única disposición aplicable en estos casos. La SEA de 1934 ofrece en su *Rule 10b-5*, dictada por la SEC sobre la base de la *Section 10b* de esa norma, otro remedio para los inversores que hayan sufrido un daño como consecuencia de la adquisición de valores en una OPV cuando medie fraude. En realidad, el ámbito de la *Rule 10b-5* es mucho más amplio que el de la *Section 11*, por cuanto resulta de aplicación en casos de fraude no sólo cuando el inversor sea el comprador de los valores sino también cuando sea él quien los venda. Por la amplitud de la disposición se ha denominado una disposición “catch all”. Vid. LOSS L./SELIGMAN J., *Fundamentals...*(2004), *cit.*, p. 937. Sus usos son muy variados: desde OPVs, que es lo que a nosotros nos interesa, a *insider trading*, que es el ámbito que ha dado lugar a la jurisprudencia más famosa o *tender offers*. Vid. HAZEN, *The Law of...*(2009), *cit.*, pp 763-763 y 766. Pues bien, la *Rule 10b-5*, al contrario de lo que ocurre con la *Section 11*, no tiene su ámbito de aplicación delimitado expresamente, de manera que la jurisprudencia se ha visto obligada a definir su alcance con una serie de tests en atención a los objetivos de política legislativa que la norma persigue. Vid. *infra* sobre esta cuestión Capítulo Cuarto núm. 24.

274. Vid. KITCH, E.W., “Territorial scope of US securities law”, en VAN HOUTTE, H. (Ed.), *The Law of cross-border securities transactions*, Sweet & Maxwell, 1999, pp. 173-195, p. 178.

275. El objetivo de política legislativa fundamental en el Derecho del mercado de valores ha sido tradicionalmente la protección del inversor estadounidense. No obstante,

la *Regulation S* establece una serie de *safe harbours*. En particular, si se quiere disfrutar de la exención de la norma, se impide en cualquier caso llevar a cabo actividad publicitaria en EEUU –*directed selling efforts*–²⁷⁶. De esto se deduce *a contrario* que la *Section 5* y la *Section 11* son de aplicación siempre que se hayan utilizado medios publicitarios en EEUU con el fin de colocar los valores²⁷⁷. Por lo tanto, de nuevo vemos que se atiende a la utilización de medios publicitarios para determinar si un mercado es el afectado por la OPV, *i.e.* si es el mercado al que esta se dirige²⁷⁸.

23. Por el contrario, en la Propuesta de Código Mercantil parece que el factor clave que determina la aplicación de la legislación española es la

con el paso de los años se ha producido un giro hacia la protección del mercado, que en el ámbito del mercado primario ha quedado consagrado por la *Regulation S*. *Vid. infra* Capítulo Cuarto núm. 23 y nota al pie núm. 336 con más referencias.

276. No obstante, hay voces en la doctrina que proponen la modificación de la *Regulation S* en este punto. Según propone SCOTT, H.S., "Internationalisation of primary public securities market revisited", en FERRARINI, G./HOPT, K./WYMEERSCH E., *Capital markets in the age of euro*, Kluwer international Law, pp. 305-313, *passim*, la *Regulation S* debería modificarse de manera tal que se permitiese el *marketing* de valores dentro de EEUU sin necesidad de que el emisor quedase sometido a las *Section 5* y 11. De esta manera, el inversor estadounidense tendría información acerca de las oportunidades de inversión que hay más allá de sus fronteras nacionales. La implementación de esta propuesta exigiría que, en el marco de las actividades publicitarias realizadas en EEUU, se dejaran claras dos cuestiones al potencial inversor. Por una parte, que cualquier transacción habría de realizarse en el extranjero –la venta *onshore* que no cumpliera con la *Section 5* seguiría estando prohibida– y que la celebración del contrato debería partir de la iniciativa del inversor. Por otra parte, que esta quedaría sometida a un Derecho diferente del estadounidense. Aunque el cambio pudiera parecer a primera vista menor, supondría un giro fundamental en la aplicación de las normas regulatorias en los mercados primarios, en tanto que permitiría a los emisores escapar con relativa facilidad de la normativa estadounidense.

277. Como señala BAUM, H., "Globalizing...", *cit.*, p. 96, incluso en las ofertas realizadas por internet, el enfoque es similar: el hecho en sí mismo de que esté en internet no lleva a la aplicación de la normativa USA. Siempre que se hayan adoptado medidas para quedar dentro de la *Regulation S*, no se aplicarán las *Section 5* y 11.

278. No obstante, como han señalado FOX, M. B., "Securities Disclosure in a globalizing market: who should regulate whom", *Michigan Law Review*, núm. 95, 1997, pp. 2498-2626, pp. 2611-2614 y TUNG, F., "From monopolist to markets?: a political economy of issuer choice in international securities regulation", *Wisconsin Law review*, núm. 2, 2002, pp. 1363-1433, pp. 1374 y ss., tal y como están diseñados los *safe harbours* de la *Regulation S* es posible que, en algunos supuestos en los que la oferta no esté dirigida a EEUU, su normativa acabe por aplicarse. En particular, operaciones que son claramente extranjeras pueden acabar sometidas a la *Section 5* y 11 como consecuencia del peligro de *flow back* de los valores en EEUU. De esta manera, se puede acabar perjudicando a los inversores estadounidenses a los que pretende proteger, en tanto que los emisores, para evitar en estos supuestos la aplicación de las *Section 5* y 11, incluirán un *disclaimer* en relación con los inversores estadounidenses, que verán así reducidas sus oportunidades de inversión. *Vid.* CHOI, S. J./GUZMÁN, A. T., "The dangerous extraterritoriality...", *cit.*, p. 225.

residencia en España de los destinatarios de la emisión. Así se sigue de la rúbrica bajo la que se presenta el artículo: “emisiones dirigidas a residentes en España”. Según se aclara en su segundo párrafo “se entiende que la emisión está dirigida a inversores residentes en España cuando se haya realizado cualquier actividad, publicidad o comunicación en territorio español para la suscripción de ella, aunque la emisora sea extranjera”.

III. EL PRINCIPIO DEL ESTADO MIEMBRO DE ORIGEN

1. De la unilateralidad al principio del Estado miembro de origen: el giro en la técnica regulatoria

1.1. Problemas asociados a la unilateralidad

24. En la medida en que los Estados establecen unilateralmente la aplicación de su régimen del folleto cuando las ofertas se dirigen a sus mercados, en las OPVs multinacionales se va a producir una aplicación acumulativa de las legislaciones de todos aquellos Estados a cuyos mercados se dirija la oferta²⁷⁹. Esta es la idea que se expresaba en el artículo 3.2 del derogado RD de Emisiones, que señalaba que cuando las ofertas fueran internacionales, de manera que sólo una parte de las actividades publicitarias se desarrollaran en España, *i.e.* sólo una parte de los valores se ofertaran en España, el Real Decreto solo se aplicaría a esa parte de la oferta, siempre que esta fuera susceptible de identificación. De esta forma, los valores ofertados en España quedarían sujetos al régimen del folleto español, mientras que los valores ofertados en otros Estados quedarían sujetos al régimen del folleto de esos otros Estados²⁸⁰. Esta misma situación se mantiene hoy día en cuanto a las OPVs multinacionales que se dirijan a Estados no parte del EEE.

25. La aplicación acumulativa de legislaciones implica que los emisores en ofertas multinacionales se verán obligados a cumplir con tantos regímenes del folleto y lograr tantas autorizaciones como mercados a los que se dirija la oferta. En último término, el resultado de tener que cumplir con cada una de las normativas jurídico-públicas y someterse a

279. *Vid. inter alia* GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J., “Cross border...”, *cit.*, pp. 81-82.

280. Este principio era absoluto en relación con Estados no miembros de la UE: las ofertas realizadas de manera simultánea en España y en países no miembros de la UE debían cumplir con cada una de las normativas jurídico-públicas. Por el contrario, cuando la oferta se lanzase en más de un Estado miembro sí que se aplicaba, aunque de manera limitada, un principio de reconocimiento mutuo. Decimos limitada porque la autorización otorgada por la autoridad competente de otro Estado miembro no servía por sí sola para lanzar la oferta en España sino que se exigía la inclusión de información adicional en el folleto. *Vid.* art. 26.1 del RD 291/1992. En todo caso, abordaremos más adelante las cuestiones relativas a la validez transfronteriza del folleto, *vid. infra* núm. 32 a 56.

la supervisión de cada una de las autoridades competentes, es que el estándar de la operación lo marcará la normativa más exigente²⁸¹.

26. Esta situación supone un encarecimiento importante de estas operaciones transfronterizas que tradicionalmente ha desincentivado su realización. Los emisores tenderán en estas condiciones a articular la búsqueda de financiación a través de técnicas alternativas como, por ejemplo, la colocación privada²⁸². Recuérdese que cuando la oferta se dirige a inversores cualificados, como es el caso de las colocaciones privadas, no existe la necesidad de protección que concurre en el caso de las ofertas públicas dirigidas a inversores minoristas y, por tanto, la normativa no exige la presentación de información. De esta manera, el emisor que se decante por esta opción no tendrá que soportar los costes de la elaboración de los distintos folletos conforme a la normativa de cada Estado a cuyo mercado se dirija porque, sencillamente, no estará sujeto a este régimen. Así, la operación se abaratará significativamente.

27. El encarecimiento de la operación y su consiguiente desincentivación cobran una relevancia especial dentro del marco de la UE, donde los costes transaccionales suponen una barrera para los emisores que quieran captar ahorro en otros Estados miembro y ponen, así, en riesgo el funcionamiento del mercado interior. Por ello, como pondremos de relieve a continuación, esta cuestión ha sido abordada por el legislador de la UE.

1.2. El reconocimiento mutuo

28. Para paliar estos problemas asociados a la unilateralidad, los Estados pueden optar por cooperar entre ellos. La opción que a este respecto ha gozado de más acogida es la armonización de las normativas nacionales y el establecimiento de una regla de reconocimiento mutuo de las autorizaciones obtenidas en el Estado de origen conforme a su normativa²⁸³. Esta solución consta de dos elementos:

281. Vid. BRUMMER, C., "Territoriality as a regulatory technique: notes from the financial crisis", *University of Cincinnati Law Review*, Vol. 79, 2010, pp. 101-128, p. 107; HOPT, K., *Le banche...*, cit., pp. 6-7.

282. Vid. FERRAN, E. *Building...*, cit., 201, en general sobre el uso de las colocaciones privadas en ofertas internacionales.

283. Esta solución que, como decimos, ha gozado de bastante acogida, se plantea en el nivel conflictual, entendido en sentido amplio. No obstante, también cabe paliar estos mismos problemas a través de soluciones en el nivel material, tales como el establecimiento de normas materiales especiales para los emisores extranjeros. Estas normas especiales, menos exigentes que las aplicables a los emisores domésticos, permiten lograr un equilibrio entre dos objetivos contrapuestos: la protección del inversor, que exige que se le facilite información sobre la inversión que se le propone, y la convenien-

De un lado, la armonización de las legislaciones de los países que participen en el acuerdo. Es condición de funcionamiento de la regla de reconocimiento mutuo la equivalencia en el nivel de protección entre las dos legislaciones que se encuentran en juego, lo que exige la armonización de estas. Esto es, es necesario que haya dos legislaciones en cierta medida “intercambiables”.

De otro lado, una regla de reconocimiento mutuo, *i.e.* una regla que garantice que las decisiones adoptadas por las autoridades competentes de los mercados de valores extranjeros aplicando su propio Derecho –armonizado–, y que han permitido comercializar válidamente allí los valores, se reconozcan en los demás Estados.

29. En el EEE, la Directiva de Folletos ha introducido una solución de este tipo²⁸⁴: se ha llevado a cabo una armonización de máximos de la normativa sustantiva de *disclosure* aplicable a las OPVs, se ha introducido un sistema de atribución de la competencia para la aprobación del folleto que ha de publicarse de forma previa al lanzamiento de la oferta y se ha establecido una regla de reconocimiento mutuo de las autorizaciones otorgadas por las autoridades competentes para el lanzamiento de la oferta. Son, pues, tres los elementos de los que se compone el sistema y que pasamos a mencionar brevemente.

En primer lugar, la Directiva de Folletos ha establecido en el EEE una armonización de máximos de las normas de *disclosure* aplicables a las OPVs. Esto es, ha fijado unos requisitos de información que los Estados miembros en la transposición de la Directiva no pueden endurecer. Es más, el contenido del propio folleto ha quedado uniformizado a través del Reglamento (CE) nº 809/2004.

En segundo lugar, se ha establecido cuál es el Estado miembro cuyas autoridades son competentes para la aprobación del folleto. A este Estado se le denomina Estado miembro de origen. La atribución de competencia a una autoridad determina, a su vez, cuál va a ser la normativa aplicable: la autoridad competente del Estado miembro de origen solo aprobará folletos elaborados conforme a la normativa del Estado miembro de origen y la aprobación la llevará también a cabo de conformidad con su normativa. Téngase en cuenta que al haberse realizado una armonización de la normativa sustantiva y ser esta de máximos, la diferencia entre la legislación del Estado miembro de origen y la de cualquier otro Estado miembro va a ser prácticamente inexistente. Tal es precisamente, como ya adelantábamos, el fundamento de la regla de reconocimiento mutuo.

cia de que los inversores domésticos puedan adquirir valores de emisores extranjeros, para lo que se tiene que facilitar su acceso al mercado. *Vid.* GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J., “Cross border...”, *cit.*, pp. 93-94.

284. La Directiva de Folletos, así como el Reglamento (CE) nº 809/2004, son textos pertinentes a efectos del EEE.

En tercer lugar, las autorizaciones otorgadas por las autoridades competentes del Estado miembro de origen serán objeto de reconocimiento en el resto de Estados miembros. Se ha dicho que, en este sentido, el folleto aprobado por las autoridades competentes del Estado miembro de origen goza de un “pasaporte” para lanzar la oferta en cualquier otro Estado miembro²⁸⁵.

30. La introducción de esta normativa supone un giro fundamental en cuanto a los principios que rigen la aplicación de las normas regulatorias en supuestos internacionales dentro del EEE: se ha pasado del principio *target market* al principio del Estado de origen²⁸⁶. En este ámbito, a través del principio del Estado miembro de origen, se dirime un conflicto entre autoridades competentes, *i.e.* se determina cuál va a ser la encargada de autorizar la operación. Rige el denominado principio del *home country control* –control por el Estado miembro de origen–. Con la atribución de la competencia a esta autoridad, puede entenderse que se establece una suerte de norma de conflicto, toda vez que la autoridad competente del Estado miembro de origen solo aplicará su propia normativa²⁸⁷. En ese sentido se ha pasado de aplicar el régimen del folleto del *target market* a aplicar el régimen del folleto del Estado miembro de origen²⁸⁸.

No obstante, es poco relevante, como ya avanzamos, decir que se ha cumplido con la normativa del Estado de origen o del Estado de destino en un ámbito tan fuertemente armonizado. Lo relevante es que podrán ofertarse los valores en los demás Estados miembros cumpliendo con una sola normativa –la del Estado de origen– y contando con una única autorización –la de las autoridades competentes de ese mismo Estado–²⁸⁹. El fundamento de este principio de Estado miembro de

285. Utilizaremos esta expresión, bastante gráfica y simple, en el bien entendido de que lo que goza de reconocimiento en todo los demás Estados miembros es la autorización otorgada por la autoridad competente.

286. Así lo señala BASEDOW, J., “Conflicts...”, *cit.*, p. 444, al referirse a los *conflicts of economic law* en general, cuando pone de relieve que las libertades básicas en la integración europea han hecho que se produzca este giro básico en este ámbito.

287. *Vid.* GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J., “Cross border...”, *cit.*, p. 84.

288. Basta para comprobarlo comparar la definición de los ámbitos de aplicación de la normativa previa a la Directiva de Folletos a la que ya nos hemos referido y la norma española de transposición de la Directiva. El art. 3. 1 b) del RD 2191/1992 establecía que este sería de aplicación cuando el emisor ofreciera los valores desarrollando actividades publicitarias en territorio nacional. Por su parte, el art. 2 b) del RD 1310/2005 establece que el Real Decreto se aplicará en materia de OPVs cuando España sea el Estado miembro de origen.

289. La derogada Directiva de Emisiones establecía un mecanismo de reconocimiento mutuo que era solo parcial y que no evitaba que, tras cumplir con la legislación del Estado miembro de origen y obtener la autorización de sus autoridades para lanzar la oferta, el emisor se viera también obligado a cumplir con determinados requerimientos de información adicional por parte del Estado miembro de acogida. Por lo tanto, ni bastaba con cumplir con una sola legislación ni se requería una única autorización.

origen es la existencia de la armonización. Nótese que, en este sentido, aunque la unilateralidad ha sido sustituida en el ámbito de la UE por esta otra técnica de reglamentación, lo cierto es que ambas responden a consideraciones materiales: las normas de extensión determinan la aplicación de la normativa nacional cuando así lo exigen sus objetivos de política legislativa; el reconocimiento mutuo de autorizaciones solo funciona cuando las legislaciones de los Estados parte son equivalentes en cuanto a sus estándares, pues sólo en ese caso se garantiza el cumplimiento de los objetivos de política legislativa²⁹⁰.

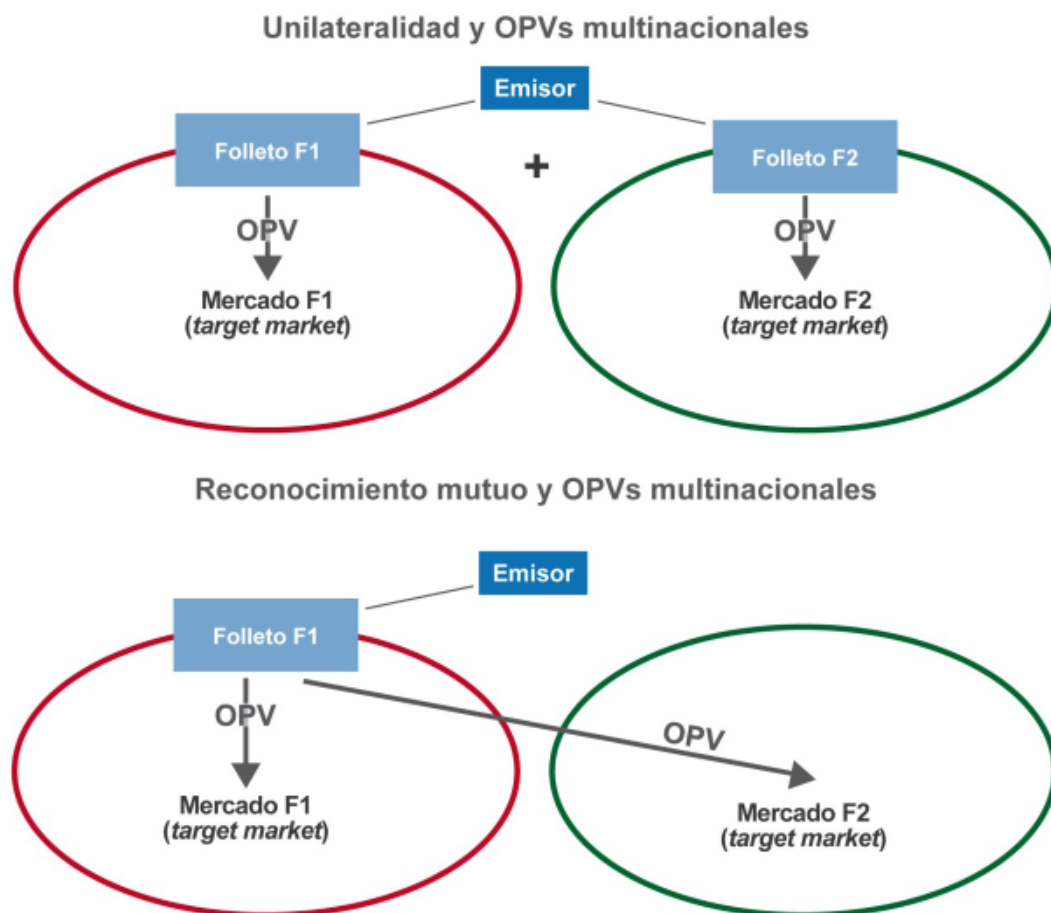
31. Salvando las distancias, un acuerdo de características similares es de aplicación en esta materia entre EEUU y Canadá: el *Multijurisdictional Disclosure System* (MJDS)²⁹¹. Gracias a este acuerdo de reconocimiento mutuo, los emisores canadienses que cumplan determinados requisitos pueden ofertar sus valores en EEUU cumpliendo con el régimen del folleto canadiense²⁹². Es decir, también en este caso la aplicación de la normativa pasa de hacerse en función del principio *target market* a hacerse en función del principio del Estado de origen. Este sistema de reconocimiento mutuo opera sobre la base de unos estándares comunes en ambas legislaciones, canadiense y estadounidense²⁹³.

290. Como señalan WEGEN, G./LINDEMANN, C., "The law applicable to public offerings in continental Europe", en VAN HOUTTE, H. (Ed.), *The law of cross-border securities transactions*, Sweet & Maxwell, 1999, pp. 153-171, pp. 154-155, se puede afirmar que la regla de reconocimiento mutuo no es una auténtica norma de conflicto: "the application has its reason in the fact that foreign law is not actually foreign: all regulations or standards that would be applied by one member State have basically the same content as those used in all other member States of the EU, because all of them are national implementations of the EU directives". Además, el principio de reconocimiento mutuo no supone la aplicación en el Estado de acogida de la ley del Estado de origen, sino que simplemente se reconoce la autorización administrativa prestada por sus autoridades competentes. *Vid.* asimismo *infra* Capítulo Cuarto núm. 38.

291. *Release* No. 33-6902 (June 21, 1991) [56 FR 30036]. Este acuerdo establece una regla de reconocimiento mutuo no sólo en relación con la información a presentar en el mercado primario sino también respecto de aquella a presentar en el mercado secundario, *i.e.* la denominada *continuous disclosure*.

292. La formulación atiende a los emisores canadienses que cotizan en mercados estadounidenses porque es la situación más habitual, pero, naturalmente, lo mismo se puede decir de la situación inversa, *i.e.* emisores estadounidenses que coticen en mercados canadienses, toda vez que se trata de un acuerdo bilateral.

293. La regla de reconocimiento mutuo que se recoge en este acuerdo bilateral sólo se aplica respecto de las obligaciones de *disclosure*, pero no respecto de la responsabilidad civil derivada de su incumplimiento. Esto es, aun cuando en el ordenamiento estadounidense el tratamiento de las normas de responsabilidad civil es similar al de las normas regulatorias –decíamos que la *Section 11* anuda "su suerte" a la de la *Section 5*– eso cambia cuando es de aplicación el MJDS: las normas de responsabilidad civil del SA de 1933 no quedan sujetas al principio de reconocimiento mutuo. Así, en el caso de los emisores canadienses que, acogidos a él, lancen en EEUU la oferta conforme a la normativa canadiense estarán, sin embargo, sujetos a las normas de responsabilidad por incumplimiento de las obligaciones de información estadounidenses, *i.e.* estarán



2. Funcionamiento del pasaporte del folleto

2.1. Introducción

32. A lo largo de esta última parte del capítulo vamos a describir brevemente el régimen de validez transfronteriza del folleto, el denominado pasaporte del folleto. Nos vamos a referir, en primer lugar, a las reglas para la determinación del Estado miembro de origen. Como hemos señalado ya, sus autoridades serán las competentes para la aprobación del folleto y sus normas de transposición de la Directiva serán de aplicación. En segundo lugar, haremos referencia a los requisitos necesarios para que la autorización dada por el Estado miembro de origen sea reconocida en los demás Estados miembros en los que se pretende lanzar la oferta.

2.2. La determinación del Estado miembro de origen

2.2.1. Estado miembro de origen y emisores del EEE

a) Regla general

33. Como regla general, el Estado miembro de origen se corresponde con el Estado miembro donde el emisor tiene su domicilio social, *i.e.* el Estado miembro conforme a cuya legislación se ha constituido el emisor, independientemente de en qué Estados miembros se lance la oferta pública²⁹⁴. De esta manera, la regla general anuda Derecho societario y Derecho del mercado valores²⁹⁵.

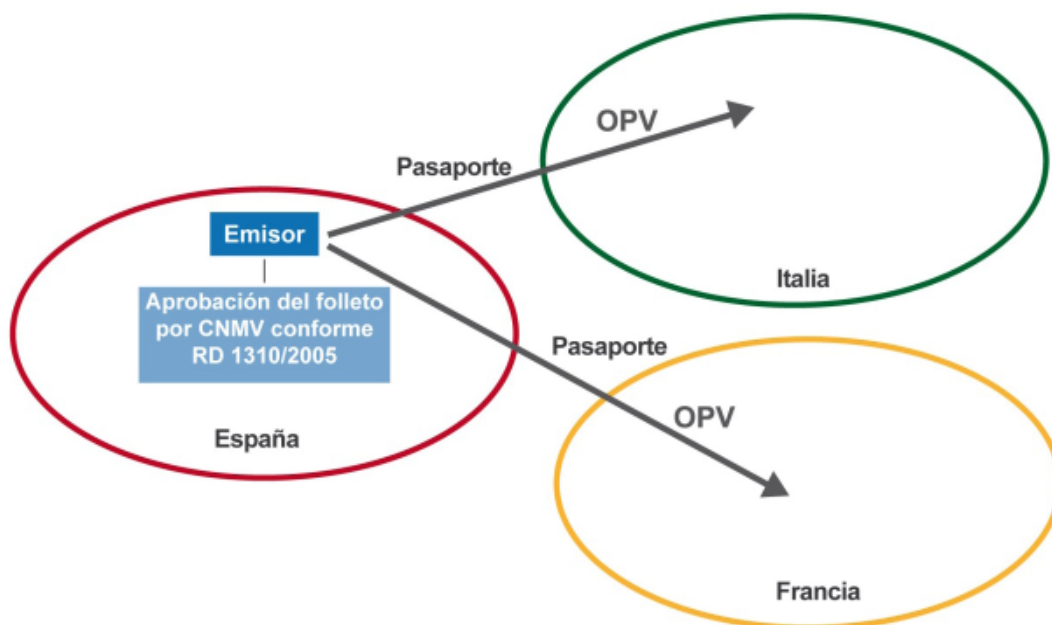
34. Esta regla es de aplicación: (i) cuando la oferta tenga por objeto valores participativos; (ii) cuando la oferta tenga por objeto valores no participativos de deuda cuyo valor nominal unitario sea inferior a mil euros²⁹⁶.

294. Art. 1.2 m) i) de la Directiva y art. 4 b) 2 del RD 1310/2005. Téngase en cuenta que, en la gran mayoría de los casos, es requisito material para la válida constitución de una sociedad que el domicilio estatutario de esta se encuentre en el mismo Estado conforme a cuya legislación se quiere constituir la sociedad.

295. Las sociedades que oferten valores en diversos Estados miembros deberán someter a aprobación un único folleto ante las autoridades competentes del Estado miembro de su domicilio social. Tómese como ejemplo el caso de ArcelorMittal, sociedad constituida conforme a la legislación luxemburguesa, y con domicilio social en Luxemburgo, pero cuyos valores cotizan, además de en la Bolsa en Luxemburgo, en la de Amsterdam, París y en España en Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia. Pues bien, cuando en 2007 Arcelor absorbió a la sociedad neerlandesa Mittal Steel y decidió lanzar una OPV de forma previa a la solicitud de admisión a negociación en todos los mercados que acabamos de mencionar, elaboró un único folleto conforme a la legislación luxemburguesa que sometió a aprobación por la autoridad competente en Luxemburgo, la *Commission de Surveillance du Secteur Financier*. Posteriormente solicitó un pasaporte del folleto ante las autoridades competentes de los demás Estados miembros en los que quiso lanzar la oferta. El pasaporte que quedó registrado ante la CNMV está accesible en: <http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={02a1d3ff-fa33-4d23-a0b6-520d896635c7}>.

296. A efectos de la Directiva se entiende por valores participativos “las acciones y otros valores mobiliarios equivalentes a acciones de sociedades, así como cualquier otro tipo de valores mobiliarios que den derecho a adquirir cualquiera de los valores mencionados por su conversión o por el ejercicio de los derechos que confieren, a condición de que el último tipo de valores sea emitido por el emisor de las acciones subyacentes o por una entidad perteneciente al grupo dicho emisor” (art. 1 b) de la Directiva). Los valores no participativos, por su parte, se definen por exclusión respecto de los valores participativos (arts. 4 j) y k) del RD 1310/2005).

Ejemplo: Una sociedad constituida conforme a Derecho español y, por tanto, con domicilio social en España hace una ampliación de capital social mediante OPV en Francia e Italia.



35. Se ha afirmado que la regla general, que anuda Derecho societario y Derecho del mercado de valores, es excesivamente rígida y se ha acusado de favorecer con ella, injustificadamente, a los emisores de terceros Estados, que gozan, como veremos, de una regla más flexible. El argumento que se ha utilizado para justificar esta rigidez es que la autoridad del domicilio social del emisor es la autoridad mejor situada, *i.e.* la que tiene una mejor posición para supervisar²⁹⁷.

36. Existen dos vías posibles para flexibilizar la regla general y permitir la elección del Estado miembro de origen y, por tanto, de la autoridad competente para la aprobación del folleto, a las que nos vamos a referir a continuación. No obstante, queremos hacer notar de forma previa que ambas opciones resultan demasiado costosas en comparación con el modesto resultado que se va a alcanzar con ello. Al fin y al cabo las diferencias entre las normativas son prácticamente inexistentes, de manera que la elección del Estado miembro de origen, con las complicaciones y costes adicionales que conlleva, solo tiene sentido, en su caso, por los beneficios que para su reputación pueda llevar aparejada la aprobación del folleto por parte de determinada autoridad competente.

37. En primer lugar, los emisores pueden elegir las autoridades competente para la aprobación del folleto indirectamente y solamente

297. *Vid. cdo. 14 de la Directiva. Sin embargo, según pone de relieve FERRAN, E., Building..., cit., p. 150, no existe evidencia empírica que apoye tal conclusión. De hecho, las normas anteriormente vigentes proponían una solución diferente.*

en la medida en que quepa la posibilidad de elegir la *lex societatis*. En la UE los operadores pueden elegir, como es bien sabido, conforme a qué legislación quieren constituirse y posteriormente tienen la posibilidad de reincorporarse conforme a la legislación de otro Estado miembro²⁹⁸. En la medida en la que el requisito material para la válida constitución de una sociedad es, en la inmensa mayoría de los ordenamientos, que el domicilio social se sitúe en el Estado conforme a cuya legislación se quiere constituir la sociedad, al elegir la *lex societatis* estarán también eligiendo el régimen del folleto de aplicación y la autoridad competente para su aprobación, que son los del Estado del domicilio social del emisor. En este sentido, podemos entender que existe en este ámbito cierta posibilidad de arbitraje regulatorio²⁹⁹.

38. En segundo lugar, cabe articular la operación a través de una emisión de *depositary receipts* (DRs) cuyo subyacente sean los valores participativos. Los DRs son unos valores representativos de valores subyacentes, en nuestro caso los valores participativos. Los valores participativos quedan inmovilizados y, sobre la base de estos, un banco depositario de otro Estado miembro, aquel que se quiera que sea el Estado miembro de origen, emite DRs³⁰⁰. De ello se derivan dos efectos.

298. Tal interpretación la exige la libertad de establecimiento, como ha señalado el Tribunal de Justicia de la UE en su conocida jurisprudencia en las siguientes decisiones: STJUE de 9 de marzo de 1999, asunto C-212/97, *Centros Ltd. y Erhvervs- og Selskabsstyrelsen*; STJUE de 5 de noviembre de 2002, asunto C-208/00, *Überseering BV y Nordic Construction Company Baumanagement GmbH (NCC)*; STJUE de 6 de septiembre de 2003, asunto C-167/01, *Kamer van Koophandel en Fabrieken voor Amsterdam y Inspire Art Ltd*; STJUE de 16 de diciembre de 2008, asunto C-210/06, *Cartesio Oktató és Szolgáltató bt*; STJUE de 12 de julio de 2012, asunto C-378/10, *VALE Építési Kft*. Vid. haciendo un breve repaso de la jurisprudencia GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J., “Derecho de sociedades y conflicto de leyes: la determinación de la *lex societatis* y su ámbito de aplicación”, *Cuadernos de Derecho Judicial*, núm. 19, 2004, pp. 67-176, pp. 79-86.

299. No obstante, de esta posibilidad de arbitraje no se va a derivar *regulatory competition*, toda vez que la Directiva lleva a cabo una armonización de máximos y el contenido del folleto ha quedado uniformizado. Por tanto, el margen de maniobra de los Estados para la modificación de su normativa es prácticamente nulo. Vid. *inter alia* sobre la cuestión MALONEY, N., *EC securities regulation*, Oxford University Press, 2008, p. 32.

300. Los DRs son valores negociables representativos de valores subyacentes, que pueden ser capital –*equity depositary receipts*– o pueden ser deuda –*debt depositary receipts*–, y su función principal es eliminar los obstáculos que encuentra una sociedad para cotizar en un mercado distinto al doméstico. Esto se logra al entrar en el mercado extranjero a través de un derivado adaptado a lo que se exige en este, y no a través del subyacente. Por ejemplo, la *lex societatis* del emisor puede exigir que el valor nominal de los valores de la sociedad esté expresado en determinada moneda y permitir solo determinadas formas de representación de estos, cuestión que no plantea problemas si no se va a salir del mercado doméstico: *lex societatis* y *lex mercatus* coinciden. Pero estas exigencias pueden no ser compatibles con las de la *lex mercatus* cuando se opta por acudir a un mercado extranjero. Para evitar las incompatibilidades, el emisor puede optar por inmovilizar sus valores y que un banco depositario del Estado donde pretenda cotizar emita unos valores derivados –*depositary shares*– sobre la base de los inmovili-

Por una parte, el emisor, cuyo domicilio social es relevante a efectos de determinar el Estado miembro de origen, ya no es el emisor del subyacente sino que es el banco depositario, emisor del derivado. Por lo tanto, el emisor, de decidirse a articular la operación de esta manera, elegiría un banco depositario domiciliado en el Estado miembro que quisiera que fuera su Estado miembro de origen y así estaría eligiendo la autoridad competente y el régimen del folleto aplicable³⁰¹.

Por otra parte, los DRs que se emiten tienen consideración de valores no participativos³⁰². Así, una operación que tenía por objeto, en principio, valores participativos, se “transforma” en otra cuyo objeto son valores no participativos y a la que no resulta de aplicación la regla general en la determinación del Estado miembro de origen. De esta manera, el emisor no queda necesariamente vinculado al Estado miembro donde se sitúa su domicilio social, sino que dispone de más opciones.

b) Excepciones

(i) Introducción

39. La regla general a la que nos hemos referido tiene dos excepciones, *i.e.* existen dos casos en los que la autoridad competente para la aprobación del folleto informativo no será, o no será necesariamente, la del Estado miembro donde el emisor tenga su domicilio social. El primero de los casos que analizaremos es el de la oferta de valores no participativos derivados y valores no participativos de deuda con valor nominal unitario igual o superior a mil euros³⁰³. El segundo de ellos es el que se refiere a la denominada técnica del *transfer*³⁰⁴.

zados, que se incorporan a certificados (DRs) para que se puedan negociar en el mercado del Estado de acogida. El emisor logra así acceder al mercado extranjero y, además, solo tiene que tratar para ello con la entidad depositaria, que será la única titular de los valores. Los DRs, al ser valores derivados de los valores subyacentes, tienen los mismos derechos que estos, pero los inversores solo pueden, en principio, exigirlos frente al banco, no frente a la sociedad. *Vid.* sobre la cuestión MARCOS, F., *Las “Depositary Shares”*. *La negociación cruzada de valores en mercados extranjeros*, Civitas, 2007.

301. Por el contrario, a efectos de la normativa de transparencia, el Estado miembro de origen va a seguir siendo el Estado miembro del domicilio social del emisor del subyacente. *Vid.* art. 2.1 d) de la Directiva de Transparencia.

302. Según el art. 1 b) de la Directiva de Folletos, solo son valores participativos los valores derivados emitidos por el mismo emisor o por una entidad perteneciente al mismo grupo. Por lo tanto, los DRs son valores no participativos.

303. Art. 2.1 m) ii) de la Directiva de Folletos y art. 4 b) 1 del RD 1310/2005.

304. Art. 13.5 de la Directiva y arts. 24.5 y 24.6 del RD 1310/2005.

(ii) Valores no participativos derivados y de deuda con valor nominal unitario igual o superior a mil euros

40. La primera de las excepciones se aplica a las emisiones de valores no participativos de deuda cuya denominación por unidad ascienda por lo menos a mil euros, y a toda emisión de valores no participativos derivados³⁰⁵. En estos casos, el emisor u oferente tiene la posibilidad de elegir el Estado miembro de origen entre el Estado donde se sitúe su domicilio social y el Estado o Estados miembros donde vaya a ofrecer al público los valores. Si, además, se pide la admisión a cotización de sus valores en un mercado regulado de otro Estado miembro diferente, también existe la posibilidad de optar por el Estado donde se encuentre ese mercado como Estado miembro de origen³⁰⁶.

41. La posibilidad de elegir el Estado miembro de origen entre el Estado de incorporación y el Estado donde se ofrecen los valores al público no se encontraba en la Propuesta de la Comisión, que preveía en todo caso que el Estado miembro de origen fuese el de incorporación. Sin embargo, la solución finalmente adoptada flexibilizó la regla general dando cierto margen al emisor u oferente para que elija qué autoridad aprobará el folleto.

42. La *ratio* de la excepción es la existencia de mercados con una mayor tradición en la negociación de determinados productos como pueden ser los bonos y cuyas autoridades tienen, por tanto, mayor experiencia³⁰⁷. Para los emisores, poder elegir una de estas autoridades para la aprobación del folleto informativo tiene efectos *reputacionales*, y para los propios Estados con mercados de mayor tradición supone no solo mantener la competitividad de estos, sino también sostener todo el negocio que gira en torno a los mercados de valores³⁰⁸. La excepción se introdujo

305. De acuerdo con el art. 1 m ii), se trata de aquellos valores que den derecho a adquirir cualquier valor mobiliario o a recibir un importe en efectivo como consecuencia de su conversión o del ejercicio de los derechos que confieren, siempre que el emisor de los valores no participativos no sea el emisor de los valores subyacentes o una entidad perteneciente al grupo de dicho emisor. Así se dice también expresamente en el cdo. 12 de la Directiva.

306. Recuérdese que la normativa exige que también de forma previa a la admisión a negociación de valores en un mercado secundario oficial se someta a aprobación un folleto informativo. Este folleto informativo es el mismo que se requiere para realizar la OPV, de manera que goza del mismo régimen de validez transfronteriza. Generalmente la admisión va precedida de una OPV de los valores, de forma que el folleto elaborado para esta última servirá también para solicitar posteriormente la admisión en un mercado.

307. Típicamente las plazas de Londres y Luxemburgo, que son los principales centros de emisión y negociación de bonos. *Vid.* FERRAN, E., *Building...*, *cit.*, pp. 173-174.

308. *Vid.* RUIZ DEL POZO, F.J./ GARCÍA ALCUBILLA, R., *Mercado primario...*, *cit.*, p 49, que mencionan el negocio que supone la existencia de un mercado de valores desarro-

únicamente para este tipo de valores y no se extendió a los demás casos debido a la falta de demanda que existió en este sentido, especialmente en el caso de los valores participativos³⁰⁹.

(iii) El *transfer*

43. La segunda de las excepciones se refiere a la aplicación de la técnica del *transfer*. La autoridad competente del Estado miembro de origen, determinada conforme a las reglas que hemos mencionado, puede trasladar la aprobación de un folleto a la autoridad competente de otro Estado miembro, siempre que lo consienta esa otra autoridad. El que sea el Estado miembro de origen el competente para la aprobación del folleto responde a que se considera que es el mejor situado para ello. Por tanto, si en un caso concreto no lo es, existe un mecanismo para transferir la aprobación del folleto a la autoridad competente que lo sea. Esta técnica, a la que denominamos *transfer*, permite así modificar el Estado miembro de origen para lograr que la autoridad que apruebe el folleto sea siempre la mejor situada para ello³¹⁰.

llado para los bancos de inversión, empresas de auditoría y consultoría y despachos de abogados.

309. Como indica FERRAN, E., *Building..., cit.*, pp. 174-175, atar los valores participativos al Estado de incorporación de la sociedad puede resultar adecuado si se tiene en cuenta que es una cuestión íntimamente ligada al Derecho de sociedades. Ahora bien, anudar a ese mismo Estado los valores no participativos con un valor nominal inferior a mil euros es difícilmente justificable con el mismo argumento. De hecho, el umbral ha planteado problemas prácticos, por ejemplo que los emisores hayan tenido que elaborar varios folletos en una emisión, uno para los valores que excedían de ese umbral y otro para los que no. Además, el umbral no se puede aplicar a determinados productos estructurados que carecen de denominación y genera problemas en relación con los valores expresados en una moneda distinta al euro, por lo que se venía admitiendo que los valores nominales unitarios “casi equivalentes a 1000 euros” se pudiesen acoger a la posibilidad de elección. Estas dificultades motivaron que en la revisión de la Directiva la Comisión sugiriera la conveniencia de eliminar este umbral, de manera que los emisores pudieran elegir el Estado miembro de origen en todas las ofertas públicas de valores de deuda, atendiendo a consideraciones como la experiencia de determinada autoridad competente en relación con los valores ofertados, su conocimiento del emisor o el idioma del folleto –Propuesta accesible en http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/prospectus/proposal_240909/proposal_es.pdf–. Sin embargo, como ya advirtió el CESR en sus observaciones a la consulta pública –accesibles en <http://www.cesr-eu.org/template.php?page=groups&id=40&keymore=1&BoxId=1#doc>–, no existía unanimidad sobre la pertinencia de la modificación. Por este motivo, esta no salió adelante y las OPVs de valores no participativos de deuda con valor nominal unitario inferior a mil euros siguen sometidas a la regla general.

310. El traslado de la aprobación es normalmente iniciativa del emisor, que lo solicita a la autoridad que era en principio competente. Sin embargo, no deja de ser un acuerdo entre autoridades –la autoridad competente de origen podrá hacer el traslado solo si cuenta con el beneplácito de la otra autoridad, la que se ha considerado mejor situada–. Una vez que se ha producido se le notifica al emisor u oferente en el plazo de tres días hábiles. Es necesario, para que este mecanismo funcione correctamente, que haya una

44. Esta excepción se explica porque se introdujo en un momento de la negociación del texto en que no se recogía la posibilidad de elección para derivados y deuda de valor nominal unitario igual o superior a mil euros. Por tanto, existía una necesidad de flexibilizar una regla general por la que el Estado miembro de origen era necesariamente el del domicilio social del emisor. Una vez introducida la excepción, pierde importancia la técnica del *transfer*, que queda relegada a supuestos más o menos marginales. En particular, casos de emisores incorporados en un Estado miembro que ofertan sus valores únicamente en otro Estado miembro distinto, donde en su caso se van a negociar, *i.e.* OPVs internacionales³¹¹.

2.2.2. Estado miembro de origen y emisores de terceros Estados

45. Al igual que hemos visto en relación con los emisores del EEE, cuando el emisor tiene su domicilio social en un tercer Estado la Directiva determina de diferente manera el Estado miembro de origen para: (i) emisiones de valores participativos y no participativos de deuda con valor nominal unitario inferior a mil euros y (ii) emisiones de valores no participativos derivados y de deuda con valor nominal unitario igual o superior a mil euros.

46. En el primer caso, cuando el emisor ofrece por primera vez al público valores dentro del EEE, el Estado miembro de origen es el primero en que lance la oferta pública. A partir de ese momento, el Estado miembro

buena coordinación entre las autoridades.

311. Un caso relativamente reciente es el de EDP Renováveis SA, filial de Energías de Portugal, una sociedad constituida conforme a Derecho español y con domicilio social en Oviedo. En 2008 decidió ofertar sus valores al público y solicitar la admisión a negociación en la Bolsa de Lisboa. En principio, el Estado miembro de origen era España como Estado donde se encuentra el domicilio social del emisor de los valores participativos. Sin embargo, la autoridad competente española no era la mejor situada para supervisar al emisor, en tanto que el supuesto solo presentaba vínculos con el mercado luso. El emisor solicitó que se transfiriera la aprobación del folleto a la autoridad competente portuguesa (CMVM), que finalmente supervisó al emisor al considerarse también ella mejor situada. El resultado fue que la CMVM aprobó el folleto conforme a sus normas de transposición de la Directiva y ya no resultó necesario pasaportarlo.

Otro caso es Jazztel Plc, sociedad constituida conforme a Derecho inglés pero cuyos valores solamente se negocian en los mercados españoles. Es, por tanto, un caso claro en el que la autoridad mejor situada para la aprobación del folleto previo al lanzamiento de una oferta de valores participativos es la CNMV, y no la autoridad competente inglesa, la *Financial Service Authority*, como en principio correspondería por estar la *registered office* de la sociedad en Reino Unido. A través de la técnica del *transfer*, la CNMV ha aprobado todos los folletos de ofertas de valores de este tipo lanzadas por Jazztel. Véase el caso de la última ampliación de capital realizada en 2009, cuyo folleto aprobado por la CNMV está accesible en: <http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={cefe30d0-b716-4109-92dd-83eaa7e3d29d}>.

de origen será siempre el mismo. Podemos decir que ese primer Estado en que se lanza la oferta pública de valores participativos en el EEE “hace las veces”, para emisores de terceros Estados, de Estado de incorporación a efectos de la determinación del Estado miembro de origen³¹².

Puede resultar llamativo que, en las OPVs de valores participativos, los emisores domiciliados en terceros Estados tengan cierto margen en la elección del Estado miembro de origen, mientras que los emisores que se han constituido conforme a la legislación de un Estado miembro quedan irremediabilmente sometidos a la supervisión del Estado de su domicilio social. Sin embargo, la explicación es bastante sencilla. La Directiva tenía que establecer cuál era el Estado miembro de origen en estos casos y, por razones obvias, no podía optar por el Estado del domicilio social. La única solución razonable era la de establecer una regla cronológica de forma que este fuera, simplemente, el primer Estado miembro en el que se ofertaran los valores.

47. En el segundo caso, cada vez que el emisor ofrezca al público estos valores en el EEE podrá elegir el Estado miembro de origen entre todos los Estados en que se realice la oferta.

48. Como ocurre con los emisores incorporados en un Estado miembro, la aprobación del folleto informativo corresponde a la autoridad competente del Estado miembro de origen y la elaboración, aprobación y distribución de este quedan sometidas a su ley nacional. Los folletos así aprobados disponen de pasaporte para ofrecer al público valores en otros Estados miembros.

49. No obstante, se prevé que en determinados casos el emisor pueda elaborar el folleto conforme a una normativa distinta de la de su Estado miembro de origen. En el ámbito del EEE, la Directiva de Folletos permite a los emisores de terceros Estados, que oferten sus valores en un Estado miembro, que elaboren el folleto conforme a la normativa de un tercer Estado. Para ello es necesario que concurran dos condiciones. La primera, que el folleto se elabore conforme a normas internacionales establecidas por organizaciones internacionales de comisiones de valores. La segunda, que los requisitos de información, incluida la información de carácter financiero, sean equivalentes a los de la Directiva de Folletos³¹³.

312. Art. 1 m) iii) de la Directiva y art. 4 b) 3 del RD 1310/2005. Si la OPV la lanza una persona distinta del emisor, será el oferente quien elija el Estado miembro de origen. En estos casos, la Directiva permite al emisor, si en un momento posterior ofrece él al público valores en el EEE, elegir de nuevo cuál será el Estado miembro de origen.

313. Así se establece en el art. 20 de la Directiva y en el art. 31 del RD 1310/2005. La concreción de qué se entiende por “requisitos de información equivalentes” y qué no podía plantear problemas de aplicación uniforme. Consciente de ello, la Directiva prevé que la Comisión pueda adoptar medidas de ejecución declarando que un tercer país asegura requisitos equivalentes. Ello se hizo con la adopción del Reglamento (CE) n° 1569/2007

El fundamento de esta regla es la existencia de estándares similares entre la normativa vigente en la UE y la del Estado tercero, *i.e.* la regla tiene un fundamento sustantivo. La *ratio* de la norma es evitar duplicidades precisamente porque los estándares son similares. El folleto elaborado conforme a la normativa de un tercer Estado, siempre que cumpla estas condiciones, será aprobado por la autoridad competente del Estado miembro de origen y gozará de pasaporte para lanzar la oferta en otros Estados miembro.

2.3. El pasaporte del folleto

2.3.1. La notificación

50. Una vez que el folleto ha sido aprobado por la autoridad competente del Estado miembro de origen, el emisor puede lanzar su oferta en cualquier otro Estado miembro. Para ello, solamente se requiere que el emisor u oferente que quiere lanzar una oferta transfronteriza se lo notifique a la autoridad competente del Estado miembro de origen. Esta, a su vez, deberá notificárselo a la autoridad competente del Estado miembro de acogida –donde pretenda lanzarse la oferta–.

51. La notificación se realizará facilitando un certificado de aprobación, que atestigüe que el folleto se ha elaborado de conformidad con las normas de la Directiva, y una copia del folleto acompañada, en su caso, con la traducción de la nota de síntesis³¹⁴. La autoridad competente del Estado miembro de acogida no puede aprobar el folleto ni realizar procedimiento administrativo alguno³¹⁵.

2.3.2. El régimen lingüístico

52. La última pieza de importancia en el funcionamiento del pasaporte del folleto es el régimen lingüístico³¹⁶. Esta cuestión se regula en

de la Comisión, de 21 de diciembre de 2007, por el que se establece un mecanismo para la determinación de la equivalencia de las normas de contabilidad aplicadas por emisores de valores de terceros países. El objetivo del Reglamento es asegurar que sea cual sea la normativa aplicable a la elaboración del folleto, esta permita al inversor hacer una evaluación de la situación financiera y de sus beneficios y pérdidas a partir de la cual tomar una decisión de inversión –cdo. 2 y art. 2 del Reglamento–. Por eso, la Comisión, que es la encargada de determinar si las normas de contabilidad de un tercer país son o no equivalentes, lo que evalúa es si el inversor puede con esa información discernir cuál es la situación del emisor –cdo. 3 y art. 3 del Reglamento–.

314. Art. 18 de la Directiva y arts. 29 y 30 del RD 1310/2005.

315. Art. 17.1 de la Directiva y art. 30 del RD 1310/2005.

316. El régimen lingüístico fue durante la negociación de la Directiva una de las piezas claves, ya que se citaba como uno de los mayores obstáculos para las ofertas públicas transfronterizas *Vid.* DEL POZO, F. J./ GARCÍA ALCUBILLA, R., *Mercado primario...*, *cit.*,

el artículo 19 de la Directiva y en él se distinguen tres escenarios posibles: (i) ofertas puramente domésticas; (ii) ofertas transfronterizas que se lanzan sólo en Estado(s) miembro(s) distinto(s) al Estado miembro de origen; (iii) ofertas transfronterizas que se lanzan también en el Estado miembro de origen.

53. En primer lugar, cuando la oferta es puramente doméstica, el folleto se redacta en una lengua aceptada por la autoridad competente del Estado miembro de origen³¹⁷. En el caso español, estas lenguas son el castellano, una lengua habitual en el ámbito de las finanzas internacionales –inglés– u otra que acepte la CNMV³¹⁸.

54. En segundo lugar, si la oferta es transfronteriza pero solo se lanza en uno o varios Estados miembros distintos del Estado miembro de origen, el folleto puede redactarse en una lengua aceptada por los Estados de acogida o en una lengua habitual en el ámbito de las finanzas internacionales, a elección del emisor u oferente³¹⁹. En el último caso, las autoridades competentes de los Estados de acogida sólo podrán exigir la traducción a sus lenguas oficiales de la nota de síntesis³²⁰. Si España es el Estado miembro de origen pero la oferta solo se lanza en otros Estados miembros distintos, el emisor dispone de las opciones mencionadas y, a efectos del examen del folleto por la CNMV, habrá de presentarse también en una de las lenguas de artículo 23.1 del RD 1310/2005, a elección del oferente.

55. En tercer lugar, si además de ser transfronteriza los valores se ofre-

p. 120.

317. Art.19.1 de la Directiva.

318. Así se establece en el art. 23.1 del RD 1310/2005. La AEV (ESMA en su acrónimo en inglés) ha puesto a disposición del público un documento en el que se contiene el elenco de lenguas que cada autoridad competente acepta cuando es el Estado miembro de origen, accesible en: <http://esma.europa.eu/popup2.php?id=7269>.

319. Así se recoge en el art. 19.2 de la Directiva. El uso de la expresión “lengua habitualmente aceptada en el ámbito de las finanzas internacionales” en la legislación comunitaria se prefirió al término “inglés”, al que obviamente hace referencia, con la idea de que si en un futuro otro idioma es lengua habitual en este ámbito también se pudiese utilizar. *Vid.* RUIZ DEL POZO, F. J./ GARCÍA ALCUBILLA, R., *Mercado primario...*, *cit.*, pp. 120- 121.

320. El mismo documento al que se hace referencia en el pie de página 318 contiene información sobre los Estados miembros que están exigiendo esta traducción cuando actúan como Estados de acogida. La CNMV sí está exigiendo esta traducción. Como señala FERRAN, E., “Cross Border Offers of Securities in the EU: Standard Life Flotation”, www.ssrn.com, 2006, p 10 y 25, el hecho de que sólo se exija la traducción del folleto cuando este se pasaporta, resulta especialmente interesante para los emisores porque supone un ahorro importante de costes, pero puede plantear problemas en relación con el principio de la normativa comunitaria de consumidores según el cual al consumidor se le ha de proporcionar siempre una información completa y en un lenguaje que le resulte comprensible.

cen al público en el Estado miembro de origen, el folleto se redacta, a elección del emisor u oferente, en una lengua aceptada por la autoridad competente del Estado miembro de origen y en una lengua aceptada por las autoridades de los Estados miembros de acogida o en una lengua habitual en el ámbito de las finanzas internacionales. La autoridad competente del Estado miembro de acogida solo podrá pedir que se traduzca a su lengua oficial la nota de síntesis³²¹. Cuando el folleto lo aprueba la CNMV, este tiene que estar redactado en castellano, inglés u otra lengua aceptada por la CNMV y en una lengua aceptada por todos los Estados de acogida o en inglés.

56. De la exposición anterior podemos extraer dos conclusiones:

Por una parte, la nota de síntesis se utiliza dentro del régimen lingüístico para facilitar las ofertas transfronterizas. La Directiva permite redactar el folleto en inglés y, cuando esta es la opción del emisor, garantiza que solamente el resumen se deba traducir a las lenguas oficiales de los Estados de acogida. De esta forma disminuye notablemente el coste de la operación, al no tener el emisor la obligación de traducir el folleto a todas las lenguas de los Estados donde desea ofertar sus valores.

Por otra parte, la transposición española de la Directiva favorece la redacción del folleto en inglés³²². La Directiva permite en las ofertas transfronterizas redactar el folleto en este idioma y el RD 1310/2005 contempla esta lengua como una de las aceptadas por la CNMV³²³. De esta manera, favorece la redacción de folletos en este idioma cuando se trate de ofertas que no sean puramente domésticas. Cuando la oferta es transfronteriza pero se lanza solo en países distintos a España, hemos señalado que el folleto puede redactarse en inglés o en la lengua aceptada por los Estados de acogida, pero es necesario presentarlo en una lengua aceptada por la CNMV, una de las cuales es el inglés, a efectos de su examen. La única forma de no tener que traducir el folleto completo es presentarlo directamente en inglés. Lo mismo ocurre cuando la oferta es transfronteriza y los valores también se ofertan en España. Sin embargo, la práctica dice que cuando España es el Estado miembro de origen el folleto se redacta siempre en castellano, mientras que cuando es Estado de acogida suele recibirlo en inglés³²⁴.

321. Art. 19.3 de la Directiva.

322. *Vid.* RUIZ DEL POZO, F.J./ GARCÍA ALCUBILLA, R., *Mercado primario...*, *cit.*, pp. 120-126.

323. La Directiva, como ya se ha señalado, contempla el uso del inglés en la redacción de los folletos, con lo que quizás sería más correcto hablar de que la normativa española lo que hace es acentuar algo ya previsto en la normativa comunitaria.

324. *Vid.* DEL POZO, F.J./ GARCÍA ALCUBILLA, R., *Mercado primario...*, *cit.*, pp.123-124.

IV. RECAPITULACIÓN

57. El Derecho del mercado de valores cumple una función clave para el equilibrio económico y para la estabilidad social de un país. Por ello, cada Estado determina en qué supuestos sus normas van a ser aplicables. Esto es, el punto de partida del análisis es que cada Estado delimita unilateralmente el ámbito de aplicación de sus normas regulatorias. Esta delimitación se hace atendiendo a consideraciones materiales, *i.e.* se hace en función de los objetivos de política legislativa.

58. Los objetivos de política legislativa en el ámbito de las OPVs son la protección del funcionamiento del mercado y, a través de ello, la protección de los inversores que adquieren en este. Por este motivo, la conexión con el mercado nacional es la que ha determinado tradicionalmente la aplicación de la normativa. En concreto, de acuerdo con el denominado *target market test*, esta se ha aplicado cuando la oferta estaba dirigida al mercado nacional a través de actividades publicitarias. Esta ha sido, hasta la entrada en vigor de la normativa de transposición de la Directiva de Folletos, la situación en España.

59. Cuando una OPV es multinacional, el resultado de esta aproximación será la aplicación acumulativa de los regímenes del folleto de todos aquellos mercados a los que se dirija la oferta. Para paliar los problemas que de ello se siguen, los Estados han optado por cooperar entre sí y han llegado a acuerdos de reconocimiento mutuo. En estos, el cumplimiento de una única normativa –la del Estado de origen– y la obtención de una única autorización –la de sus autoridades competentes– permite ofertar los valores en el resto de los Estados parte del acuerdo. Estos acuerdos de reconocimiento mutuo están supeditados a la existencia de estándares sustantivos comunes, lo que exige la armonización de las normativas de manera que estas sean “intercambiables”. Se pone con ello de relieve que en los conflictos regulatorios lo esencial es siempre que los Estados alcancen sus objetivos de política legislativa, con independencia de que la técnica de reglamentación sea unilateral o que estemos ante un sistema de reconocimiento mutuo.

60. En el marco de la UE, en que los problemas derivados de la unilateralidad han tenido una dimensión diferente en tanto que ponían en peligro el funcionamiento del mercado interior, se ha instaurado un sistema de reconocimiento mutuo muy depurado. La Directiva de Folletos ha establecido una armonización de máximos del régimen sustantivo aplicable y unas reglas de determinación del Estado miembro de origen, cuyas autoridades van a ser las competentes para la aprobación del folleto. A través de estas reglas se ha dirimido un conflicto de competencia entre las autoridades pero también se ha establecido, indirectamente,

una suerte de norma de conflicto en la medida en que cada autoridad va a aplicar solo su propio Derecho. El folleto aprobado por las autoridades competentes del Estado miembro de origen goza de un “pasaporte”, que permite al emisor lanzar la oferta en los demás Estado miembros con ese mismo folleto. En la medida en que la regla general es que el Estado miembro de origen es el del domicilio social del emisor, con este sistema se ha desvinculado la normativa regulatoria aplicable del mercado afectado por la oferta.

CAPÍTULO CUARTO

MODELOS NORMATIVOS EN LA DETERMINACIÓN DE LA LEY APLICABLE: ¿UN MODELO DE CONEXIÓN ACCESORIA EN LA UE?

I. INTRODUCCIÓN

1. Se pueden distinguir dos modelos normativos teóricos en la determinación de la ley aplicable a la responsabilidad derivada del folleto en atención a la vinculación con las normas regulatorias de cuyo incumplimiento deriva esta: (i) Un modelo de conexión accesoria; en este las normas de responsabilidad quedan anudadas a las normas regulatorias vulneradas. (ii) Un modelo de conexión autónoma; en este las normas se determinan de forma independiente de las normas jurídico-públicas.

2. El objetivo de este capítulo es identificar el modelo normativo por el que se ha optado en el marco de la UE. La respuesta a la cuestión depende de que la Directiva de Folletos contenga o no una norma de conflicto implícita en materia de responsabilidad derivada del folleto que designe como aplicable la ley del Estado miembro de origen. Si la Directiva contiene tal norma de conflicto, esta prevalece sobre las normas de conflicto generales. Y ello por cuanto los dos textos que son potencialmente aplicables en este supuesto, el Reglamento Roma I, en materia contractual, y el Reglamento Reglamento Roma II, en materia extracontractual, prevén que las normas de conflicto en materias concretas que se contengan en otros instrumentos de Derecho de la UE desplacen sus soluciones³²⁵. En ese caso, el modelo normativo seguido será un modelo de conexión accesoria, en el que el régimen de responsabilidad civil irá “de la mano” de las normas regulatorias vulneradas. Si, por el contrario, no se contiene tal norma de conflicto especial, las normas de conflicto

325. Art. 23 del Reglamento Roma I y art. 27 del Reglamento Roma II.

generales establecidas en los Reglamentos Roma I y Roma II serán de aplicación y la determinación de la ley aplicable se llevará a cabo mediante el criterio de conexión autónomo que determine el texto que resulte de aplicación.

3. En primer lugar, vamos a describir brevemente los modelos normativos teóricos y vamos a realizar una primera aproximación a las ventajas e inconvenientes de cada uno de ellos. Asimismo nos detendremos tanto en el ordenamiento estadounidense como en el suizo con el fin de establecer cuál es el modelo normativo por el que han optado y estudiar sus características. En segundo lugar, entraremos en la determinación del modelo normativo que se sigue en el marco de la UE. Para ello, nos plantearemos si del principio del Estado miembro de origen tal y como se recoge en la Directiva de Folletos se puede deducir la existencia de una norma de conflicto implícita. En esta tarea, partiremos del papel que juega este principio en el ámbito del Derecho privado en general, tanto cuando este se deriva del Derecho originario como cuando está recogido en instrumentos de Derecho derivado. A continuación entraremos en el caso concreto de la Directiva de Folletos. Adicionalmente valoraremos la oportunidad de modificar el modelo normativo que se sigue actualmente en la UE. Por último, recapitularemos las conclusiones más importantes alcanzadas a lo largo del capítulo.

II. MODELOS NORMATIVOS

1. Definición de los modelos normativos

1.1. Introducción

4. La responsabilidad civil derivada de folleto, según señalamos, surge cuando del incumplimiento de los deberes de información previos al lanzamiento de una OPV –régimen del folleto– se deriva un daño para el inversor. Si tenemos en cuenta que la responsabilidad civil parte del incumplimiento el régimen del folleto, podemos distinguir dos modelos normativos en la determinación de la ley aplicable a la responsabilidad, en atención a la vinculación entre esta y las normas regulatorias vulneradas.

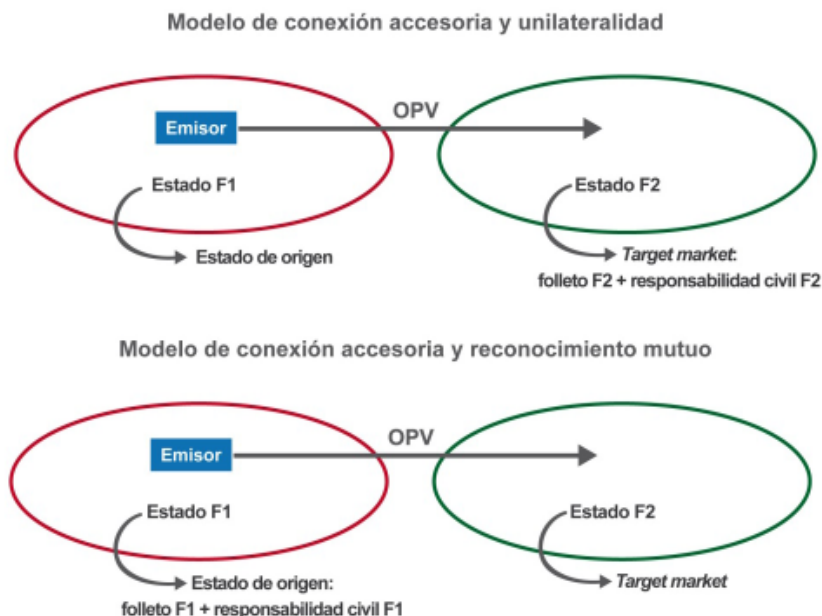
1.2. Modelo de conexión accesoria

5. En el modelo de conexión accesoria, la ley aplicable a la responsabilidad civil se determina de acuerdo con los mismos principios que sirven para determinar la aplicación de las normas regulatorias. De con-

formidad con este modelo normativo, el incumplimiento de las normas regulatorias de un Estado trae aparejada la aplicación, en su caso, de las normas de responsabilidad civil de ese mismo ordenamiento. De esta manera, normas jurídico-públicas y normas jurídico-privadas van siempre “de la mano”. Por lo tanto, la clave está en determinar cuáles son las normas regulatorias aplicables.

6. Como pusimos de relieve a lo largo del Capítulo Tercero, tradicionalmente cada Estado ha regulado sus propios mercados y así ha determinado de forma unilateral la aplicación de sus normas jurídico-públicas cuando estos se vieran afectados. En el caso de las OPVs, aplicaban el régimen del folleto cuando los valores se ofertaran en sus mercados. En este contexto, la ley aplicable a la responsabilidad civil es la del Estado a cuyo mercado se dirige la oferta, en tanto que habrá sido el régimen del folleto de ese Estado, en su caso, el vulnerado.

Con la introducción de un acuerdo de reconocimiento mutuo, el emisor ya no se ve obligado a cumplir con los requisitos de información de cada mercado en el que oferte sus valores sino que, como regla general, basta con que cumpla con los del Estado conforme a cuya legislación se ha incorporado. Así, se desvinculan las normas regulatorias aplicables del mercado en que se opera y con ellas las normas de responsabilidad civil, que pasarán a ser las del Estado de incorporación del emisor.



1.3. Modelo de conexión autónoma

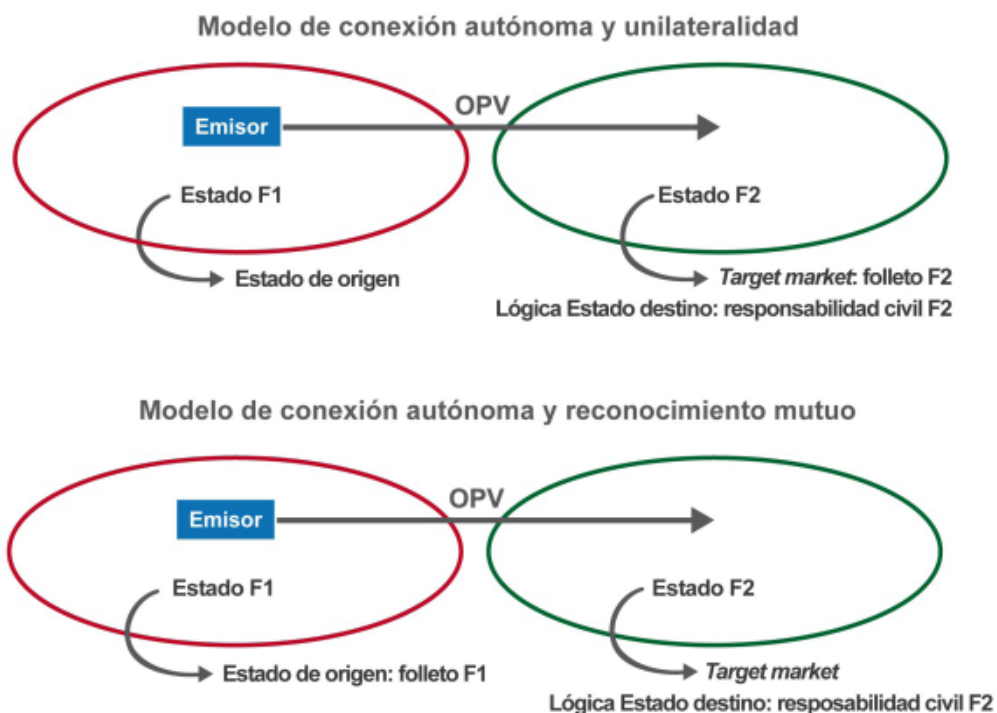
7. En el modelo de conexión autónoma, el criterio de conexión para la determinación de la ley aplicable a la responsabilidad civil se establece de forma independiente de la determinación de las normas regulatorias aplicables. Por ello, de acuerdo con este modelo normativo, la ley aplicable al régimen del folleto y aquella que se aplica al régimen de responsabilidad civil se pueden disociar. Esta disociación puede producirse en los siguientes supuestos:

En primer lugar, cuando, en un contexto en el que no exista un acuerdo de reconocimiento mutuo, el criterio de conexión de la norma de conflicto sea la *lex incorporationis* del emisor, *i.e.* cuando la norma de conflicto siga una lógica de Estado de origen³²⁶. Como decíamos, los Estados tradicionalmente han aplicado su régimen del folleto cuando una OPV se dirigía a sus mercados. Si, en ese contexto, la ley aplicable a la responsabilidad civil es la del Estado de incorporación del emisor, esta ley no va a coincidir necesariamente con las normas regulatorias incumplidas.

En segundo lugar, cuando, en un contexto en el que exista un acuerdo de reconocimiento mutuo, el criterio de conexión de la norma de conflicto apunte al mercado al que se dirige la oferta, *i.e.* cuando la norma de conflicto siga una lógica de Estado destino. Las normas regulatorias con las que los emisores han de cumplir son, como regla general, las del Estado de incorporación de la sociedad, de forma que la ley aplicable a aspectos jurídico-públicos y jurídico-privados se disocia.

8. Aunque suponga adelantar conclusiones, procede afirmar lo siguiente en relación con los anteriores criterios de conexión: la elección de la *lex societatis* como criterio de conexión autónomo es excepcional en el panorama comparado. Por lo tanto, el modelo de conexión autónoma que nos va a servir fundamentalmente de referencia en el análisis es aquel que opta por un criterio de conexión que sigue una lógica de Estado de destino.

326. *Vid.* sobre las distintas lógicas del Derecho internacional privado VIRGÓS SORIANO, M./ GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J., "Estado de origen vs Estado de destino. Las diferentes lógicas del Derecho internacional privado", *InDret* 4/2004, *passim*.



1.4. Consideraciones finales

9. Como se sigue de la exposición anterior, los modelos normativos juegan de manera diferente en función del contexto regulatorio, *i.e.* en función de que haya o no un acuerdo de reconocimiento mutuo. En ausencia de tal acuerdo, cuando el criterio de conexión siga una lógica de Estado de destino, el modelo de conexión autónoma lleva a un resultado similar al modelo de conexión accesorio: la aplicación de las normas regulatorias de cada Estado en el que se hayan ofertado los valores así como del régimen de responsabilidad civil de ese mismo Estado.

Con la introducción de un acuerdo de reconocimiento mutuo, el resultado al que se llega con uno y otro modelo es diferente. Conforme al modelo de conexión accesorio, será de aplicación a la responsabilidad derivada del folleto la ley del Estado de origen, como regla general la *lex incorporationis*, por cuanto son las de este Estado las normas regulatorias incumplidas. Conforme al modelo de conexión autónoma, es de aplicación la ley del Estado de destino, que no coincide, necesariamente, con el régimen del folleto aplicable. Es, por tanto, en un escenario de existencia de un acuerdo de reconocimiento mutuo donde se testan verdaderamente las ventajas e inconvenientes de cada modelo normativo.

2. Ventajas e inconvenientes de los modelos normativos

2.1. Introducción

10. Las ventajas del modelo de conexión accesoria son los inconvenientes del modelo de conexión autónoma y viceversa. Por tanto, para simplificar la cuestión vamos a hacer un planteamiento preliminar desde el punto de vista del modelo de conexión accesoria.

11. En un contexto en que exista un acuerdo de reconocimiento mutuo, se ha afirmado que el modelo de conexión accesoria tiene fundamentalmente tres ventajas y un inconveniente. Dos de las ventajas –prevención de los problemas de ajuste material y fomento de la función de *enforcement* de las normas regulatorias que desempeña la responsabilidad civil– están asociadas al hecho de que garantiza la aplicación de la misma ley a cuestiones jurídico-públicas y jurídico-privadas. La tercera de ellas se refiere a la posibilidad de aplicación de una ley única a la responsabilidad civil en OPVs multinacionales. El inconveniente hace referencia al peligro de una *race to the bottom* en materia de estándares relativos a la responsabilidad civil.

Sin perjuicio de lo que a continuación apuntamos, estudiaremos esta cuestión con más detalle al referirnos al caso concreto de la UE en que, recuérdese, existe un sistema de reconocimiento mutuo muy depurado³²⁷.

2.2. Ventajas

12. El modelo de conexión accesoria tiene la ventaja, en primer lugar, de que, al garantizar la coincidencia entre normas jurídico-públicas y jurídico-privadas, previene posibles problemas de ajuste material entre ambas leyes. Es, por consiguiente, un inconveniente del modelo de conexión autónoma, en que cabe que ambas leyes se disocien. Sin embargo, hay que tener en cuenta que, dentro del ámbito de aplicación de un acuerdo de reconocimiento mutuo, este problema queda paliado por la existencia de una normas regulatorias, de cuyo incumplimiento deriva la responsabilidad, muy similares en los ordenamientos involucrados³²⁸.

327. *Vid.* con detalle *infra* núms. 73 y 84 sobre las ventajas e inconvenientes de los modelos en el contexto de la UE.

328. Aunque se tratará de supuestos marginales, es posible que se planteen problemas de ajuste material en los casos en los que en el modelo de conexión autónoma se haya optado por un criterio de conexión que siga una lógica de Estado de origen y estemos fuera del ámbito de aplicación de un acuerdo de reconocimiento mutuo. En esos casos, como decíamos, normas regulatorias y jurídico-privadas se disocian y, al no estar armonizadas las normas regulatorias los problemas de ajuste material sí pueden tener una entidad mayor.

13. En segundo lugar, se ha afirmado que la coincidencia entre régimen del folleto y normas de responsabilidad civil que garantiza la conexión accesoria refuerza el papel de *enforcement* de la responsabilidad civil respecto de las normas regulatorias. Si, como señalamos, el régimen del folleto desempeña fundamentalmente una función de protección del funcionamiento del mercado nacional, cuando el modelo de conexión accesoria juega en un ámbito en el que no hay acuerdo de reconocimiento mutuo, la coincidencia entre ambas leyes efectivamente refuerza el papel de *enforcement* de la normativa regulatoria. Y ello no tanto porque la normativa jurídico-pública y jurídico-privada a aplicar sea la misma sino porque es la del Estado cuyo mercado se ve afectado. Este resultado se alcanza en estos casos no solo con un modelo de conexión accesoria sino también con un modelo de conexión autónoma que siga una lógica de Estado de destino. Cuando existe acuerdo de reconocimiento mutuo, sin embargo, lo que dice ser una ventaja del modelo de conexión accesoria es posible que no sea tal, toda vez que las normas regulatorias –y con ellas el régimen de responsabilidad civil– que resulta de aplicación son, por regla general, las del Estado del domicilio social del emisor. Esto es, es de aplicación una normativa distinta de la del mercado al que se dirige la oferta.

14. En tercer lugar, se ha afirmado que el modelo de conexión accesoria evita la fragmentación de la ley aplicable a la responsabilidad civil en las OPVs que se dirijan a una pluralidad de mercados. La aplicación de una única ley se entiende que es especialmente conveniente en ámbitos de integración regional, en los que a los objetivos propios de la normativa del mercado de valores se suman los objetivos de la integración. Adicionalmente, la aplicación de una única ley tiene ventajas en términos de reducción de costes de información jurídica del emisor, que repercuten en un abaratamiento de la operación y que, en último término, incentivan la realización de emisiones transfronterizas. Sin embargo, no hay que perder de vista que ello se logra a costa de favorecer a la parte fuerte de la operación frente al inversor no sofisticado que sufre, en su caso, el daño: este se verá obligado a exigir responsabilidad de conformidad con un ordenamiento que no le tiene por qué resultar familiar³²⁹.

2.3. Inconvenientes

15. El modelo de conexión accesoria plantea, por el contrario, un serio inconveniente cuando juega en un contexto en el que existe un

329. Por su parte, el modelo de conexión autónoma cuando se opte por la *lex societatis* como criterio de conexión, también permite la aplicación de una ley única, y lo hace con independencia de cuál sea el contexto regulatorio en el que se desarrolle. Por lo tanto, estas consideraciones también son de aplicación a esos supuestos.

acuerdo de reconocimiento mutuo: la posibilidad de *race to the bottom*. Recuérdense en este punto dos cuestiones sobre las que ya hemos incidido. De un lado, los acuerdos de reconocimiento mutuo descansan sobre una armonización de los requisitos de información que permite al Estado cuyo mercado se ve afectado aceptar la aplicación de las normas regulatorias de otro Estado sin renunciar al logro del objetivo de política legislativa de protección del mercado de valores nacional. De otro lado, las normas regulatorias aplicables en el marco de estos acuerdos son, como regla general, las del Estado de incorporación del emisor. Esto comporta una capacidad de elección, si bien indirecta, de la ley aplicable a los requisitos de información en la medida en que cabe elegir la *lex societatis*. En el modelo de conexión accesorio, esta capacidad de elección indirecta se extiende también al régimen de responsabilidad civil, pues este queda “anudado” a las normas regulatorias incumplidas. Pues bien, cuando los estándares de la responsabilidad civil no se encuentran igualmente armonizados, en un ámbito en el que los emisores no internalizan los costes de sus actuaciones, puede llevar a estos a elegir para su incorporación los Estados con normativas más permisivas. Los Estados, a su vez, pueden rebajar sus estándares de comportamiento con el fin de atraerse la inversión. Esto es, puede llevar a una *race to the bottom*³³⁰.

3. Los modelos normativos en el Derecho comparado

3.1. Introducción

16. En este epígrafe nos vamos a referir a los ordenamientos estadounidense y suizo con el fin de determinar el modelo normativo por el que han optado cada uno de ellos y testar su funcionamiento antes de entrar en el análisis del modelo que se ha seguido en la UE.

17. El estudio del modelo normativo por el que ha optado la regulación estadounidense tiene especial interés por tratarse de un ordenamiento que tradicionalmente se ha caracterizado por una fuerte vinculación del régimen de responsabilidad civil del mercado de valores con las normas regulatorias. La responsabilidad civil cumple en este ámbito una función esencialmente de fomento del cumplimiento de las normas regulatorias y desempeña, en este sentido, una función de naturaleza supraindividual. De esto se deduce que se trata del candidato ideal para seguir un modelo de conexión accesorio.

330. Un riesgo similar se plantea, por los mismos motivos, ante un modelo de conexión autónoma que opte por la *lex societatis* como criterio de conexión sea cual sea el contexto regulatorio.

18. El análisis del ordenamiento suizo, por su parte, se justifica en tanto que se trata del único ordenamiento del que tengamos conocimiento que ha introducido una norma de conflicto especial expresa en materia de responsabilidad civil derivada del folleto. Resulta, pues, relevante determinar si esta establece criterios de conexión autónomos o no.

3.2. El ordenamiento estadounidense

3.2.1. Ley aplicable a la responsabilidad civil derivada del folleto

a) Ley aplicable y *public law taboo*

19. Las normas de responsabilidad civil derivadas del incumplimiento del régimen del folleto, *Section 11* y *Rule 10b-5*, se aplican siempre que estemos dentro de sus respectivos ámbitos de aplicación. La definición de los ámbitos de aplicación, expresa o deducida por vía interpretativa, depende en todo caso de los objetivos de política legislativa que la norma trata de alcanzar.

20. EEUU determina, pues, unilateralmente en qué supuestos aplicasusnormasderesponsabilidadcivilderivadadelincumplimiento de las normas de información. No obstante, esta unilateralidad difiere de la que emplea el legislador estadounidense como técnica normativa en otros ámbitos para determinar la legislación que resulta de aplicación. En esos otros ámbitos, incluso aunque se parta de las propias normas para determinar su ámbito de aplicación, no solamente se tienen en cuenta las normas nacionales sino también aquellas normas extranjeras que se declaren aplicables al supuesto. Es así posible que un juez estadounidense aplique Derecho extranjero³³¹.

Por el contrario, cuando las normas de responsabilidad civil de la *securities law* se declaran aplicables, los jueces estadounidenses las van a aplicar, mientras que si el supuesto se encuentra fuera de su ámbito de aplicación, no van a entrar a conocer de la cuestión, *i.e.* queda anudado *forum y ius*³³². De esta forma, a diferencia de lo que

331. Vid. sobre la metodología unilateral en EEUU en general SYMEONIDES, C.S., "Accommodative Unilateralism as a Starting Premise in Choice of Law", en RASMUSSEN-BONNE/ FREER/ LÜKE/ WEITNAUER (Eds.), *Balancing interests: Liber Amicorum Hay*, 2005, pp. 417-43, *passim*, y en materia de *torts* en particular SYMEONIDES, C.S., "The American Revolution and the European Evolution in Choice of Law: Reciprocal Lessons", 2008, www.ssrn.com.

332. Es lo que se ha denominado "all or nothing approach": si es aplicable el ordenamiento estadounidense, se declaran competentes los tribunales, si no lo son, no entran a conocer. Vid. COX, J., "Choice of law rules for international securities transactions", *University of Cincinnati Law review*, núm. 66, 1998, pp. 1179-1192, p. 1182.

ocurre en otros ámbitos, los tribunales estadounidenses no pueden aplicar Derecho extranjero³³³.

21. Así, la aproximación metodológica es similar a la que se utiliza en el ámbito de las normas regulatorias, esto es, rige el denominado *public law taboo*³³⁴. Se trata de un “unilateralismo introverso” frente al unilateralismo que es la técnica normativa utilizada en otros ámbitos y al que la doctrina ha denominado “accomodative unilateralism”³³⁵. Esta diferencia pone de relieve las distintas funciones que en cada caso desempeña la responsabilidad civil: en el ámbito del mercado de valores no cumple solamente una función de regulación de la conducta, pues esta función también la desempeña en otros ámbitos, sino que se configura como un mecanismo al servicio de intereses jurídico-públicos que justifica que reciba un tratamiento similar al de las normas regulatorias³³⁶.

333. Si bien es cierto que los tribunales estadounidenses nunca van a aplicar Derecho del mercado de valores extranjero, es posible que cuando en un supuesto el Derecho estadounidense sí resulte de aplicación, los tribunales decidan no aplicarlo. En efecto, el § 416 del *Restatement (Third) of Foreign Relations* establece que, incluso en los casos en que exista base para la *jurisdiction to prescribe*, esta no debe ejercerse cuando hacerlo no sea razonable –§416 por remisión al §403–. Esto es, la decisión sobre el ejercicio de la misma queda sometida a un test de *reasonableness*, también denominado *balancing test*. De esta manera, aun cuando en principio una conducta estuviera dentro del ámbito de aplicación de las normas del mercado de valores estadounidense si, tras sopesar los diferentes factores, el tribunal entiende que no es razonable ejercer la jurisdicción, se declarará incompetente. Así pues, el Estado se autolimita en la aplicación del Derecho nacional. No obstante, hay que tener en cuenta que se trata de un texto no vinculante.

334. Téngase en cuenta que en la doctrina estadounidense existen voces críticas con este tratamiento. DODGE, W., “Breaking...”, *cit.*, pp. 163-164 y 226-231, sostiene la conveniencia de mantener el denominado *public law taboo* en todos los supuestos en que sea de aplicación la normativa del mercado de valores salvo en los casos de acciones *inter privados*. En materia de normativa de *disclosure*, entiende que el mantenimiento del *taboo* favorece que los Estados se decidan a cooperar entre ellos y a llegar a acuerdos. En los supuestos de acciones entre particulares, los intereses de los Estados de garantizar la cooperación con otros Estados quedan supeditados a la necesidad de hacer justicia entre los particulares. Por lo tanto, desde su punto de vista, debería aplicarse, en su caso, Derecho extranjero. En definitiva, el autor entiende que es conveniente introducir en las acciones *inter privados* el método conflictual. Es más, afirma que si la jurisprudencia no lo ha hecho antes es por una mala lectura de los precedentes.

335. *Vid.* SYMEONIDES, C.S., “Accomodative Unilateralism...”, *cit.*, pp. 431-432. En relación con el “unilateralismo introverso” *vid. supra* Capítulo Tercero nota núm. 251. Hay que recordar, como acabamos de señalar, algunos pasos dados en una dirección distinta que permite, si no aplicar Derecho extranjero, al menos dejar de aplicar Derecho estadounidense, aunque este se declare aplicable, cuando tal aplicación no sea razonable. Ello supone una ruptura parcial del *public law taboo*. *Vid supra* nota núm. 33.

336. Como pone de relieve SILBERMAN, L.J., “Morrison v. National Australia Bank: implications for Global Securities Class Actions”, 2011, www.ssrn.com, pp. 12-13, en relación con la aplicación de la *Rule 10b-5* –aunque la reflexión también es válida para la *Section 11*–: “one reason why claims for violations of the securities laws may be treated as “public law” cases is that a private cause of action for securities fraud is so intertwined with the public regulatory regime that it cannot be separated out, and

b) *Section 11 y Rule 10b-5*

22. Veamos brevemente cómo juega el *public law taboo* en relación con las dos normas que regulan, fundamentalmente, la responsabilidad civil en el ordenamiento estadounidense:

23. La *Section 11* se aplica siempre que los valores se ofrezcan a través de oferta pública en los mercados de valores estadounidenses. En estos casos, los emisores han tenido que cumplir de forma previa con el régimen del folleto estadounidense, contenido en la *Section 5*. Así lo establece la *Regulation S* que delimita el ámbito de aplicación de ambas normas³³⁷. En esta delimitación subyace el objetivo de política legislativa de protección de los mercados nacionales, que exige la aplicación de la normativa estadounidense siempre que el mercado afectado sea el estadounidense, *i.e.* cuando la oferta se dirija a este³³⁸. De esta forma, régimen del folleto y normas de responsabilidad civil son indisociables.

24. Por lo que hace al régimen de la *Rule 10b-5*, tradicionalmente se ha aplicado: (i) de acuerdo con el test de conducta, cuando se llevaba a cabo en EEUU la conducta que las normas prohíben, *i.e.* la publicación de información engañosa, independientemente de que los valores los hubiera adquirido el inversor en un mercado extranjero³³⁹; (ii) de acuerdo con el test de efectos, cuando se hubieran producido efectos en EEUU porque los valores se negociaran allí o porque la información engañosa se hubiera hecho llegar a inversores estadounidenses³⁴⁰.

thus the public law taboo is justified". Véase que este razonamiento es similar al de los autores que en el marco de la UE abogan por una conexión accesoria en materia de responsabilidad civil derivada del folleto. *Vid. infra* núms. 73 y ss.

337. *Vid. supra* Capítulo Tercero núms. 10 y 22.

338. A lo largo de los años se ha producido un cambio en el objetivo de política legislativa en el ámbito del mercado primario, que pasó de ser la protección del inversor estadounidense a ser la protección del mercado estadounidense. Con él también se modifica el ámbito de aplicación de la normativa. Este enfoque se consagra en la mencionada *Regulation S* con la exclusión de las *offshore transactions*. *Vid. inter alia*, BAUM, H., "Globalizing...", *cit.*, p. 95; FOX, MERRITT B., "Securities Disclosure ..", *cit.*, pp. 2608-2611; KRONKE, H., "Capital markets...", *cit.*, pp. 294-295; KITCH, E.W., "Territorial scope...", *cit.*, p. 178.

339. Para la aplicación del test de conducta se exigía que la conducta fraudulenta realizada en EEUU fuera más que meramente preparatoria y que el inversor adquirente fuera estadounidense. Como señala BUXBAUM, H., "Multinational Class Actions under Federal Securities Law: Managing Jurisdictional Conflict", *Columbia Journal of Transnational Law*, Vol. 46, Issue 1, 2007, pp. 14-71, p. 25, a lo largo de los años, los estándares más usados en el ámbito de este test han sido: " (a) there was a conduct that directed caused the [claimant's] losses; (b) such conduct was more than "merely preparatory" to a securities fraud conducted elsewhere". Por ello, en principio, el hecho de que la información falsa se haya preparado en EEUU si luego no se ha difundido allí no pasa de ser una conducta meramente preparatoria.

340. Para que este test resultara de aplicación había que probar la existencia de "detrí-

Sin embargo, la *Supreme Court*, en la primera ocasión que ha tenido de pronunciarse sobre el ámbito de aplicación de las normas de responsabilidad civil del Derecho del mercado de valores, ha prescindido de los tradicionales test de conducta y efectos y ha elaborado un nuevo test, al que podemos denominar *transaction test*³⁴¹. De acuerdo con este test, la *Rule 10b-5* es de aplicación exclusivamente en el caso de que la transacción se produzca en un mercado estadounidense. El escenario más habitual, de conformidad con el nuevo test, es que la *Rule 10b-5* sea de la aplicación en relación con valores que han sido objeto de una OPV que haya cumplido previamente con las normas regulatorias de la *Section 5*, por ser el estadounidense el *target market*³⁴².

25. En resumen, fuera del ámbito de aplicación de un acuerdo de reconocimiento mutuo, siempre que sea el mercado estadounidense el *target market* se aplica el régimen del folleto estadounidense y su incumplimiento trae aparejada, en su caso, la aplicación de su régimen de responsabilidad civil. Esto es, la determinación de la ley aplicable a la responsabilidad civil derivada del folleto se hace a través de una conexión accesorio.

3.2.2. ¿Afecta el MJDS a la determinación de la ley aplicable?

26.. Como pusimos de relieve al referirnos en el Capítulo Tercero a los acuerdos de reconocimiento mutuo en materia de normas de *disclosure*, EEUU ha celebrado un acuerdo de estas características con Canadá: el MJDS. Este se refiere a la información a presentar tanto en el merca-

mental effects on specific interests within the USA". *Vid.* BUXBAUM, H., "Multinational Class Actions...", *cit.*, p. 22.

341. *Supreme Court, Morrison Et AL., Petitioners v. National Australia Bank Ltd. ET AL.*, 24 de junio de 2010.

342. La Sentencia en el asunto *Morrison* puede tener efectos importantes que trascienden el ordenamiento estadounidense. Tras haberse pronunciado la *Supreme Court*, otras demandas para las que los tribunales estadounidenses se habían declarado competentes de acuerdo con el test de conducta y en que, por consiguiente, la *Rule 10b-5* era de aplicación, han sido desestimadas. Tal es el caso de la decisión de la *United States District Court, Southern District of New York*, de 17 de febrero de 2011, 02 Civ. 05571 (RJH) (HBP), en que inversores que adquirieron valores en los mercados franceses habían demandado a Vivendi, una sociedad francesa, ante los tribunales estadounidenses. Recientemente, algunos de los inversores a los que conforme con el nuevo test se les negó el acceso a los tribunales estadounidenses, y con ello al régimen de responsabilidad civil de su ordenamiento, que es muy favorable para el inversor, han iniciado el procedimiento correspondiente ante los tribunales franceses. Es probable que, en esta línea, los inversores europeos que tradicionalmente han buscado litigar ante los tribunales estadounidenses, se vean obligados a dirigirse ante los tribunales de los Estados miembros, como consecuencia de la limitación del ámbito de aplicación del régimen de responsabilidad civil del ordenamiento estadounidense.

do primario como en el mercado secundario³⁴³. Lo relevante a nuestros efectos es que la regla de reconocimiento mutuo tal y como se recoge en ese acuerdo no abarca la responsabilidad civil que deriva del folleto. De esta manera, el régimen estadounidense de responsabilidad civil se aplica siempre que el mercado estadounidense sea el afectado, con independencia de que estemos dentro del ámbito del acuerdo.

Así, el emisor que se haya beneficiado del reconocimiento mutuo al haber registrado ante las autoridades canadienses un folleto informativo, y haya por tanto ofertado públicamente sus valores en los mercados estadounidenses sin más requisitos, responderá de conformidad con el régimen de responsabilidad civil derivada del folleto estadounidense caso de que las informaciones aportadas fueran engañosas y que de ahí se hubiera derivado un daño para los inversores que hubieran adquirido en la oferta en EEUU. A la inversa, cuando del incumplimiento de las normas de *disclosure* estadounidenses se derive un daño para los inversores adquirentes en Canadá, las normas de responsabilidad aplicables serán las canadienses.

27. En definitiva, sea cual sea el régimen regulatorio con el que se ha cumplido, que además del estadounidense únicamente podría ser el canadiense, pues solo existe acuerdo de reconocimiento mutuo con este Estado, el régimen de responsabilidad civil estadounidense se aplica siempre que el mercado estadounidense sea el afectado. Esto se traduce en la aplicación de este siempre que los valores se hayan distribuido en el mercado estadounidense y el inversor los haya adquirido en este.

28. Por lo tanto, en el ordenamiento en el que la vinculación entre las normas regulatorias y de responsabilidad civil es más fuerte, hasta el punto que estas últimas son tratadas como normas jurídico-públicas, tal es su afección al cumplimiento de las normas de información del mercado de valores, cuando de verdad se ha tenido que testar el modelo, ha quedado rota la conexión accesoria. El motivo fundamental que se esgrime para ello es la falta de estándares de protección comunes en los regímenes de responsabilidad civil de ambos países. Ello impide que, aplicando un régimen de responsabilidad civil extranjero a través de una conexión accesoria, se alcance el objetivo de política legislativa que persigue la normativa: la protección de los mercados de valores nacionales.

343. *Vid. supra* Capítulo Tercero núm. 31.

3.3. El ordenamiento suizo

29. El Derecho suizo establece una norma de conflicto bilateral en el artículo 156 IPRG en materia de responsabilidad civil derivada del folleto³⁴⁴. Este artículo se ubica en el capítulo en que se establecen las normas de Derecho internacional privado en materia societaria³⁴⁵.

30. La conexión principal que se establece en el IPRG en materia societaria es el Estado de incorporación de la sociedad, si bien en los artículos 156 y siguientes del texto se introducen una serie de conexiones especiales. En el caso del artículo 156, relativo a la responsabilidad derivada del folleto, se permite optar por la aplicación, además de la *lex incorporationis*, de las normas del lugar donde se realiza la emisión, *i.e.* donde se ofrecen los valores³⁴⁶. Según ha señalado la doctrina, se trata con ello de permitir la aplicación de determinadas normas imperativas especialmente importantes en las relaciones internacionales, en este caso las normas de responsabilidad por informaciones engañosas del país donde se han ofertado los valores³⁴⁷. Esta previsión parece responder al esquema tradicional según el cual cada Estado regula sus mercados de valores, de forma que cuando unos valores se oferten mediante OPV en los mercados nacionales, tanto las normas regulatorias como las normas jurídico-privadas de ese Estado son de aplicación. Probablemente subyace en la introducción de la conexión especial, alternativa a la *lex incorporationis*, la voluntad de permitir la aplicación de las normas de Derecho suizo de responsabilidad civil derivada del folleto en los supuestos en que emisores extranjeros oferten valores en los mercados suizos.

Desde otra perspectiva, también se ha de entender que la introducción de dos criterios de conexión alternativos –lugar de emisión y lugar de incorporación– buscan garantizar un mayor nivel de protección al inversor, en tanto que el inversor perjudicado razonablemente optará por aquella de las dos leyes que le sea más beneficiosa³⁴⁸.

344. *Internationale Privatrecht Gesetz vom 18 Dezember 1987 (IPRG)*.

345. 10. *Kapitel: Gesellschaftsrecht IPRG*. Vid. WATTER, R., “Art. 156...”, *cit.*, p. 1234, que señala que, a pesar de la ubicación sistemática y de la calificación societaria del instituto en Derecho material suizo, en su opinión la cuestión regulada por el art. 156 es una cuestión del Derecho del mercado de valores.

346. Vid. al respecto VISCHER, F., “Art. 156”, en GIRSBERGER, D. et al., *Zürcher Kommentar zum IPRG: Kommentar zum Bundesgesetz über das international Privatrecht (IPRG) vom 18 Dezember 1987*, Schulthess, 2004, pp. 1766-1774.

347. Vid. BUCHER, A./ BONOMI, A., *Droit international privé*, Helbing and Lichtenhahn, 2004, p. 318.

348. Vid. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J., “Cross-border...”, *cit.*, pp. 96-97; VON HEIN, J., “Die Internationale Prospekthaftung im Lichte der Rom II-Verordnung”, en BAUM H. (Ed.), *Perspektiven des Wirtschaftsrecht*, Dr Gruyter Recht, 2008, pp. 371-396, p. 375.

31. A la luz de las consideraciones anteriores, es claro que el ordenamiento suizo sigue un modelo de conexión autónoma. Su peculiaridad estriba en el hecho de que se establecen dos criterios de conexión autónomos alternativos con lógicas opuestas: *lex incorporationis* y *lex mercatus*. La normativa introduce, así, el Estado de incorporación del emisor como punto de conexión, que en esta materia es, según señalamos, excepcional, si bien lo hace sólo como una alternativa en manos del inversor. Esta capacidad de opción del inversor evita el inconveniente que podría plantear la elección de la *lex incorporationis* como criterio de conexión único, *i.e.* una *race to the bottom*. En la medida en que el inversor puede optar por la *lex mercatus* más protectora, no existen incentivos para que los emisores se incorporen en jurisdicciones cuyos ordenamientos establezcan estándares más laxos.

32. Suiza no es parte de ningún acuerdo de reconocimiento mutuo en materia regulatoria, de manera que siempre que en el marco de una OPV transfronteriza los valores se oferten en los mercados suizos y se opte por la aplicación de la *lex incorporationis* a la responsabilidad civil, la ley aplicable a los aspectos jurídico-públicos y jurídico-privados se disocia. A la inversa, si se opta por la ley del Estado en cuyo mercado se ofertan los valores, a ambos aspectos se les aplicará la ley suiza.

III. EL MODELO NORMATIVO DE LA UE

1. Planteamiento

33. La identificación del modelo normativo por el que se ha optado en la UE pasa por determinar si de la remisión al Estado miembro de origen tal y como se contiene en la Directiva de Folletos se deriva una norma de conflicto implícita.

34. Tanto el artículo 23 del Reglamento Roma I como el artículo 27 del Reglamento Roma II prevén que las normas de conflicto en materias concretas que se establezcan en otros instrumentos de Derecho derivado prevalecen sobre sus soluciones: siguen el principio de *lex specialis*. Por lo tanto, dado que no existe una norma de conflicto *ad hoc* expresa, como la que sí existe en el caso del ordenamiento suizo, solo si la Directiva de Folletos “esconde” una norma de conflicto las soluciones de los Reglamentos Roma I y Roma II se van a ver desplazadas. Esto es, solo en el caso de que el principio del Estado miembro de origen que se establece en la Directiva como mecanismo de coordinación de las normas regulatorias dentro del EEE tenga, además, naturaleza conflictual. De tener tal naturaleza conflictual, esta norma anudaría la responsabilidad civil a las

normas regulatorias incumplidas a través de una conexión accesorio.

35. Aunque solo si este principio tal y como está configurado en la Directiva de Folletos contiene una norma de conflicto implícita las soluciones de los Reglamentos quedarán desplazadas, de ello no se sigue que en caso contrario carezca de cualquier efecto sobre estas. Si se trata de un principio sustantivo que solo juega una vez identificadas las normas materiales aplicables, cuando la ley designada no sea la del Estado miembro de origen exigirá que se analicen las normas de esta otra ley y se inapliquen aquellas que supongan un obstáculo para las libertades. Como pondremos de relieve, este resultado material afectaría a las normas de conflicto aplicadas.

2. El principio del Estado miembro de origen en el ámbito jurídico-privado

2.1. El principio del Estado miembro de origen en el Derecho primario

36. Para garantizar la libre circulación de mercancías, el artículo 34 TFUE prohíbe que los Estados miembros apliquen restricciones cuantitativas a la importación y medidas de efecto equivalente. Según la jurisprudencia del TJUE, es medida de efecto equivalente “toda reglamentación comercial de los Estados miembros susceptible de obstaculizar, directa o indirectamente, actual o potencialmente, el comercio intracomunitario”³⁴⁹. Así pues, es una medida de efecto equivalente cualquier reglamentación nacional que se aplique a un exportador al comercializar sus productos en otro Estado miembro cuando ese operador ya haya cumplido con una reglamentación equivalente en su Estado miembro de origen –generalmente aquel en el que esté establecido–. Esa segunda reglamentación nacional con la que ha de cumplir supone un obstáculo para el exportador que el productor nacional no sufre.

37. Con el fin de solucionar el problema sin negar a los Estados miembros la posibilidad de legislar dentro de su ámbito competencial, el TJUE construyó, a partir de la conocida sentencia en el asunto *Cassis de Dijon*, un mecanismo de reconocimiento mutuo³⁵⁰. De acuerdo con este, el cumplimiento por parte de los productores de las normas de su Estado miembro de origen para la válida comercialización de los productos basta para comercializar estos en mercados distintos del doméstico. Ello exige, no obstante, que los estándares de las normas nacionales con las que se

349. STJUE de 1 de julio de 1974, asunto 8/74, *Procureur du Roi y Benoît y Gustave Dassonville*, pfo. 5.

350. STJUE de 20 de febrero de 1979, asunto 120/78, *Rewe-Zentral AG, y Bundesmonopolverwaltung für Branntwein (STJUE Cassis de Dijon)*.

ha cumplido sean equivalentes a los de las normas del Estado miembro en el que se pretenden comercializar los productos y que no existan razones imperiosas de interés general que impidan el reconocimiento de la normativa de origen. Posteriormente, esta jurisprudencia se ha extendido, con las necesarias adaptaciones, a otras libertades. Sin embargo, al ser la jurisprudencia relativa a la libre circulación de mercancías la más desarrollada, será esta la que nos sirva fundamentalmente de referencia a lo largo del análisis.

38. La regla de reconocimiento mutuo elaborada por la jurisprudencia no tiene naturaleza conflictual³⁵¹. Como decíamos, este principio permite al exportador comercializar productos en otros Estados miembros con el mero cumplimiento de la normativa equivalente del Estado miembro de origen. De esta manera, a diferencia de lo que ocurre con las remisiones de carácter conflictual, en el momento de la comercialización en el Estado de destino, no se aplica la normativa de origen. Por el contrario, lo que se hace es “tomarla en consideración” para valorar la necesidad de inaplicar aquellas normas del Estado de destino que supongan un obstáculo a las libertades.

También, a diferencia de lo que ocurre con las normas de conflicto, los problemas de aplicación de normas que resuelve el principio de reconocimiento mutuo generalmente pivotan sobre la necesidad de evitar la aplicación acumulativa de normativas nacionales equivalentes, pues es precisamente esta la que constituye un obstáculo a las libertades. Las normas de conflicto, por el contrario, determinan la ley que debe regir una cuestión en un ámbito en el que, en principio, la aplicación acumulativa de dos normativas no es posible³⁵². Ello lo explica el hecho de que las normas de conflicto resuelven problemas de coordinación de normas nacionales en el ámbito jurídico-privado, cuyas distintas normas nacionales difícilmente se pueden aplicar acumulativamente, mientras que el ámbito de actuación privilegiada del principio del Estado miembro de origen es el jurídico-público donde, por el contrario, ello sí es posible –piénsese, por ejemplo, en la concesión de autorizaciones administrativas–. Así pues, la regla de reconocimiento mutuo se configura fundamentalmente como mecanismo de coordinación de las normativas jurídico-públicas de los diferentes Estados miembros que busca garantizar el funcionamiento del mercado interior³⁵³.

351. *Vid.* manteniendo esta postura respecto del Derecho originario FALLON, M./ MEEUSEN, J., “Private international law in the European Union and the exception of mutual recognition”, *Yearbook of Private International Law*, Vol. 4, 2002, pp. 37-66, pp. 57-61; WILDERSPIN, M./ LEWIS, X., “Les relations entre le droit communautaire et les règles de conflits de lois des États membre”, *Rev crit DIP*, 2002, Vol. 91, pp. 1-37, pp. 16-24.

352. *Vid.* FALLON, M./ MEEUSEN, J., “Private international law...”, *cit.*, p. 46.

353. Como señala MUIR WATT, H., “Integration and diversity: the conflicts of laws as a

39. No obstante, según adelantábamos, que el principio del Estado miembro de origen no tenga naturaleza conflictual no quiere decir que no tenga ninguna influencia sobre la aplicación de las normas de conflicto. Este principio juega en el nivel sustantivo, esto es, una vez identificada la ley aplicable. Siempre que esta sea la de un Estado miembro distinto del Estado de origen, exige el análisis del contenido de la ley designada y la inaplicación de aquellas disposiciones que supongan un obstáculo a las libertades. En este sentido, según ha señalado un sector importante de la doctrina, este principio funcionaría como una suerte de “excepción de reconocimiento mutuo”. Esta expresión refleja el paralelismo con la excepción de orden público y ayuda a entender su funcionamiento. En ambos casos se trata de valorar el efecto que tiene en un caso concreto la aplicación de las normas de la ley designada y descartar, en su caso, la aplicación de alguna de ellas. La diferencia radica en que en el caso de la excepción de orden público se inaplican las disposiciones del Derecho extranjero designado por las normas de conflicto que contravengan valores fundamentales del foro, mientras que en el caso que nos ocupa las normas que se dejan de aplicar son normalmente las del foro que, por resultar un obstáculo a las libertades básicas, son contrarias al Derecho de la UE³⁵⁴.

40. El resultado de la excepción de reconocimiento mutuo, *i.e.* la inaplicación, en su caso, de parte de las normas de la ley del foro, tiene, indudablemente, consecuencias sobre el funcionamiento de las normas de conflicto. Ahora bien, tal resultado solo se va a producir en el caso de que consideremos que las normas de Derecho privado pueden suponer un obstáculo a las libertades, algo que como punto de partida, y según pondremos de relieve con más detalle al entrar en la cuestión concreta de la responsabilidad civil derivada del folleto, no podemos descartar.

2.2. El principio del Estado miembro de origen en el Derecho derivado

2.2.1. Introducción

41. La regla de reconocimiento mutuo se recoge de manera especí-

regulatory tool”, en CAFAGGI, F. (Ed.), *The institutional framework of European private law*, Oxford, 2006, pp. 107-148, p. 109-111, de esta manera, el principio del Estado miembro de origen garantiza el correcto funcionamiento del mercado interior manteniendo la diversidad normativa y fomentando la competencia entre los ordenamientos. *Vid.* también en este sentido GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J., “La racionalidad económica del Derecho internacional privado”, *Cursos de Derecho internacional privado y Relaciones internacionales de Vitoria-Gasteiz*, 2001, pp. 87-154, p. 118. Así sucede también dentro de nuestro ámbito de estudio, como hemos puesto de relieve a lo largo del Capítulo Tercero.

354. Llamam la atención sobre este paralelismo FALLON, M./ MEEUSEN, J., “Private international law...”, *cit.*, pp. 61-63; WILDERSPIN, M./ LEWIS, X., “Les relations...”, *cit.*, p. 23.

fica en múltiples instrumentos de Derecho derivado y su configuración puede variar entre ellos de manera significativa. El funcionamiento de la regla es, en cualquier caso, similar al que hemos descrito en relación con el Derecho primario. Con la salvedad de que, en principio, las materias a las que afecta están armonizadas, de manera que la condición de equivalencia de las legislaciones por definición concurre y las razones imperiosas de interés general que se pueden alegar para justificar las restricciones quedan muy limitadas.

42. El debate sobre la naturaleza de la remisión a la legislación del Estado miembro de origen se plantea en términos similares a los que acabamos de exponer al referirnos al Derecho originario. Se puede entender que el principio se configura: (i) bien como una norma de conflicto implícita, que en la materia de que se trate desplaza a las normas de conflicto generales; (ii) bien que funciona en el nivel material como una excepción de reconocimiento mutuo³⁵⁵.

43. En lo que sigue de este apartado vamos a utilizar como referencia en nuestro análisis la remisión a la legislación del Estado miembro de origen que se establece en la Directiva sobre Comercio Electrónico³⁵⁶. Dos motivos justifican esta elección. En primer lugar, tal remisión es, como señalaremos, aquella que se ha definido en términos más amplios, de manera que si alguna está llamada a tener algún tipo de incidencia en las normas de conflicto es esta. En segundo lugar, se trata del primer y hasta el momento único caso en el que el TJUE se ha pronunciado sobre una posible dimensión conflictual del principio del Estado miembro de origen³⁵⁷. Las conclusiones que alcancemos en relación con la cláusula de mercado interior de la Directiva sobre Comercio Electrónico deben guiar la interpretación de la cuestión en otros instrumentos como la Directiva de Folletos.

355. A estas dos posibilidades se añade en relación con el Derecho derivado una tercera que es un término medio entre ambas: cabe entender que las normas del Estado miembro de origen a las que se refiere la regla en el instrumento concreto son normas internacionalmente imperativas y que, por tanto, se aplican con independencia de cuál sea la ley designada por las normas de conflicto. De las opciones posibles esta es la que ha gozado de menor predicamento entre la doctrina y no ha sido ni siquiera considerada por el TJUE cuando ha entrado a conocer de esta cuestión. Por lo tanto, no nos vamos a detener más en ella. *Vid.* manteniendo esta posición HELLNER, M., "The country of origin principle in the E-commerce Directive: A conflict with conflict of laws?", en MUIR WATT, H./ PATAUT, E. (Eds.), *Le conflits de lois et le système juridique communautaire*, Dalloz, 2004, pp. 205-224, pp. 217-222.

356. Directiva 2000/31/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio 2000, relativa a determinados aspectos jurídicos de los servicios de la sociedad de la información, en particular el comercio electrónico en el mercado interior –Directiva sobre Comercio Electrónico–.

357. STJUE de 25 de octubre de 2011 en los asuntos acumulados C-509/09 y C-161/10, *eDate Advertising GmbH contra X (C-509/09)* y *Olivier Martinez, Robert Martinez contra Société MGN Limited (C-161/10)*, (STJUE *eDate advertising*).

2.2.2. El principio del Estado miembro de origen como norma de conflicto implícita

44. La Directiva sobre Comercio Electrónico establece, de un lado, que el Estado miembro de origen deberá asegurarse de que sus disposiciones se aplican a todos los prestadores establecidos en su territorio. De otro lado, que no se podrá restringir la libertad de los prestadores de servicios que se hayan establecido en otros Estados miembros “por razones inherentes al ámbito coordinado”³⁵⁸. Conforme a esta formulación, cobra relevancia la determinación de qué cuestiones se enmarcan dentro del ámbito coordinado, pues son las que quedan sujetas a reconocimiento mutuo de acuerdo con la Directiva.

45. Según el artículo 2 h), el ámbito coordinado abarca los requisitos que debe cumplir el prestador del servicio tanto en el inicio de la actividad –por ejemplo en relación con las autorizaciones que fueran necesarias– como durante el tiempo de ejercicio de esta –por ejemplo en relación con los requisitos relativos al contenido del servicio, al comportamiento del prestador o a la responsabilidad de este–. Así, la Directiva incluye en el ámbito coordinado, y con ello dentro del juego del principio del Estado miembro de origen, cuestiones jurídico-privadas, en particular la responsabilidad civil del prestador³⁵⁹. De ello sería posible deducir una naturaleza conflictual de la remisión³⁶⁰. Nótese que las cuestiones jurídico-privadas que sí están incluidas en el ámbito coordinado no se encuentran, sin embargo, armonizadas en la Directiva.

No obstante, el mismo texto contiene otra disposición que aparentemente contradice lo establecido por la cláusula de mercado interior a la que nos acabamos de referir: según el artículo 1.4, la Directiva no introduce normas adicionales de Derecho internacional privado. Qué significado hay que atribuir a la suma de ambos elementos –amplitud de la definición de ámbito coordinado y no introducción de normas de DIPr adicionales– es una cuestión de la que la doctrina se ha ocupado profusamente y que los legisladores nacionales han interpretado de forma divergente en el momento de la transposición³⁶¹.

358. Arts. 3.1 y 3.2 de la Directiva sobre Comercio Electrónico.

359. En el Anexo de la Directiva se excluyen también expresamente otras cuestiones del juego del principio, tales como la elección de ley aplicable o las obligaciones contractuales derivadas de los contratos celebrados con consumidores.

360. Tal conclusión quedaría reforzada por el tenor del cdo. 22, según el cual los servicios deben quedar sujetos, en principio, al régimen jurídico del Estado miembro en el que esté establecido el prestador del servicio.

361. DE MIGUEL ASENSIO, P., “Directiva sobre el comercio electrónico: determinación de la normativa aplicable a las actividades transfronterizas”, *Revista de la contratación electrónica*, núm. 20, octubre 2001, pp. 3-40, pfo. 2, se refiere a las divergencias entre las distintas transposiciones nacionales de la Directiva como muestra de la falta de claridad

46. A la luz de este resultado, no es sorprendente que desde la elaboración de la Directiva sobre Comercio Electrónico configuraciones similares de la cláusula de mercado interior no hayan salido adelante. Un ejemplo es el caso de la Propuesta de Directiva de Servicios que contenía una remisión general a la legislación del Estado miembro de origen que abarcaba así áreas no armonizadas como los contratos o la responsabilidad civil del prestador³⁶². A esto se añadía la ausencia de una previsión en el sentido del artículo 1.4 de la Directiva sobre Comercio Electrónico, *i.e.* no se establecía que no se pretendieran introducir normas adicionales de Derecho internacional privado. Así pues, en este caso era más defendible que la cláusula de mercado interior tuviera dimensión conflictual³⁶³. Sin embargo, en la redacción final de la Directiva de Servicios la remisión general se elimina y se añade una disposición en la que se establece expresamente que no se pretende afectar a las normas de conflicto en materia contractual y extracontractual³⁶⁴. De esta manera, la Directiva sobre Comercio Electrónico queda como una rara avis.

de esta. *Vid.* en este sentido también HELLNER, M., "The country of origin...", *cit.*, pp. 211-212, que pone de relieve la inseguridad jurídica del escenario resultante.

362. Art. 16 de la Propuesta de la Comisión para la Directiva 2006/123/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 12 de diciembre de 2006, relativa a los servicios en el mercado interior –Directiva de Servicios–. No obstante, existían numerosas derogaciones a esta regla. Por ejemplo se permitía la elección de ley aplicable.

363. Esta parecía que fuera a ser la tendencia en la configuración de las cláusulas de mercado interior. De hecho, son tales configuraciones las que estuvieron en el trasfondo de la redacción inicial de los arts. 23 y 27 de los Reglamentos Roma I y Roma II, que después fue desechada. Estas añadían a la mención relativa a las normas de conflicto especiales una mención, que resultaba muy confusa, a las reglas adoptadas en instrumentos de Derecho derivado cuyo objeto fuera el correcto funcionamiento del mercado interior y que no pudieran aplicarse junto con la ley designada por las normas de conflicto. De esta manera, los Reglamentos parecían convalidar lo que la Propuesta de Directiva de Servicios y, en menor medida, la Directiva sobre Comercio Electrónico, parecían sugerir: que la remisión al Estado miembro de origen tenía naturaleza conflictual y que, por tanto, en sus ámbitos de aplicación desplazaban a las normas de conflicto generales.

364. Art. 3.2 de la Directiva de Servicios. *Vid.* sobre la evolución de estas disposiciones en la elaboración de la Directiva de Servicios MALATESTA, A., "Principio dello stato di origine e norme di conflitto dopo la direttiva 2006/123/CE sui servizi nel mercato interno: una partita finita?", *RDIPP*, núm. 2, 2007, pp. 293-312, pp. 293-296. Tras esta "marcha atrás" en la configuración de las cláusulas de mercado interior, la mención de las reglas para el correcto funcionamiento del mercado interior desaparece también de la redacción final de los arts. 23 y 27 de los Reglamentos Roma I y Roma II. No obstante, se mantiene en sus considerandos, donde se hace referencia de forma expresa a la Directiva sobre Comercio Electrónico. *Vid.* sobre la evolución en la redacción de las disposiciones de los Reglamentos BOSCHIERO, N., "I limiti al principio d'autonomia posti dalle norme generali del Regolamento Roma I. Considerazioni sulla "conflictio involution" europea in materia contrattuale, en BOSCHIERO, N. (Ed.), *La nuova disciplina comunitaria della legge applicabile ai contratti (Roma I)*, G. Giapelli Editore, 2009, pp. 67-147, pp. 120-122; MALATESTA, A., "Principio dello stato di origine...", *cit.*, p. 298; VITELLINO, G., "Rome II from an internal market perspective", en MALATESTA, A. (Ed.), *The unification of choice of law rules on torts and other non-contractual obligations*, CEDAM, 2006, pp. 271-300, pp. 288-290.

47. El Tribunal de Justicia se ha pronunciado sobre la naturaleza de la remisión al Estado miembro de origen de la Directiva sobre Comercio Electrónico en la STJUE *eDate advertising*. En su decisión, el Tribunal ha tenido en cuenta la voluntad expresada en la Directiva de no establecer normas adicionales de Derecho internacional privado y ha negado la naturaleza conflictual a la remisión³⁶⁵. De esta forma, las soluciones de los Reglamentos, que pueden designar como aplicable una ley diferente, no quedan desplazadas³⁶⁶.

2.2.3. La excepción de reconocimiento mutuo

48. La inclusión de cuestiones jurídico-privadas en el ámbito coordinado llevó a un sector importante de la doctrina a entender que, si bien el principio no tenía la naturaleza de una norma de conflicto, sí debía jugar respecto de estas normas en el nivel material en un sentido similar al que señalamos al hablar del Derecho originario, *i.e.* como excepción de reconocimiento mutuo³⁶⁷.

49. El TJUE ha confirmado esta interpretación. Según la STJUE *eDate advertising*, el objetivo de la libre circulación de servicios de la información no se alcanzaría si “los prestadores debieran...cumplir, en el Estado miembro de acogida, requisitos más estrictos que los que son aplicables en su Estado miembro de establecimiento”³⁶⁸. De ello se deduce que el significado que hay que atribuirle al principio de reconocimiento mutuo es material: una vez identificada la ley aplicable, ha de determinarse si las normas de la ley designada, caso de que sea una ley diferente de la del Estado miembro de origen, son un obstáculo para la libre prestación de servicios y, en ese caso, inaplicarlas. En resumidas cuentas, el TJUE le ha atribuido una función en el nivel sustantivo que permite modificar el Derecho designado. Así, un método en principio diseñado para coordinar

365. La doctrina llegó de forma mayoritaria a la misma conclusión. Si acaso algún autor, como DE MIGUEL ASENSIO, P., “Directiva...”, *cit.*, párrafos 22-23, señaló que una transposición en clave de normas de conflicto, si bien planteaba problemas de coordinación con las normas de conflicto generales, era, aunque no obligada, sí posible. Por otra parte, y sin que el TJUE haya entrado en la cuestión, entendemos que los mismos argumentos sirven para negar a las normas del Estado miembro de origen que entran dentro del ámbito coordinado la condición de normas internacionalmente imperativas, pues al final su inclusión no deja de suponer la introducción de normas adicionales de Derecho internacional privado.

366. Pfo. 61 de la STJUE *eDate advertising*. Siguió en ello el criterio recogido en las Conclusiones del Abogado general Pedro Cruz Villalón, de 29 de marzo de 2011, pfos. 72-77.

367. *Vid.* en este sentido DE MIGUEL ASENSIO, P., “Directiva...”, *cit.*, pfos. 21-27; LEISTNER, M., “Comments: The Rome II Regulation Proposal”, en KURB, A. (Ed.), *Intellectual Property and Private International Law*, Hart, 2005, pp. 177-199, p. 188-192.

368. Pfo. 66 de la STJUE *eDate advertising*.

normas jurídico-públicas se introduce en un ámbito diferente, el de las normas jurídico-privadas.

50. Téngase en cuenta que este correctivo material solo entra en juego cuando la ley designada por las normas de conflicto es una ley distinta de la del Estado de origen. En materia contractual, como regla general el contrato se rige por la ley elegida por las partes, *ex* artículo 3 del Reglamento Roma I. En ausencia de elección, la ley aplicable es la del Estado donde el prestador característico tiene su residencia habitual, que coincide con el Estado miembro de origen³⁶⁹. Esta lógica solo se rompe cuando existe una parte contractual débil, como en el caso de los contratos celebrados con consumidores, en los que la elección de ley aplicable no puede privar al consumidor de la protección que le proporcionan las normas imperativas de la legislación aplicable en ausencia de elección. Esta ley es la del Estado de la residencia habitual del consumidor³⁷⁰. El resultado es que las normas de conflicto solo van a designar como aplicable al contrato una ley distinta de la ley del Estado miembro de origen bien cuando las partes hayan elegido una ley distinta, bien cuando se trate de un contrato en el que exista una parte débil. Ambos supuestos quedan excluidos del ámbito coordinado por el Anexo de la Directiva sobre Comercio Electrónico, luego en el ámbito contractual la incidencia de la cláusula de mercado interior no va a ser importante.

51. Cuestión distinta es la que atañe a la materia extracontractual, en la que la regla general es la inversa: de acuerdo con el Reglamento Roma II se aplica la ley del Estado en el que se produce el daño, *i.e.* el Estado de destino³⁷¹. Por lo tanto, como regla general la ley designada va a ser una ley distinta de la del Estado miembro de origen. Estos casos no quedan excluidos del ámbito coordinado, de manera que el resultado de la “intervención” material del principio del Estado miembro de origen sería el de invertir, en parte, la lógica adoptada por las normas de conflicto en el ámbito delictual, privando así a estas de su función autónoma³⁷². Ello, claro está, caso de que consideremos que las normas de derecho privado pueden constituir un obstáculo al correcto funcionamiento del mercado interior, cuestión la que nos referiremos al entrar en el análisis de la Directiva de Folletos.

369. En materia de contrato de prestación de servicios, art. 4.1 b) del Reglamento Roma I.

370. Arts. 6.1 y 6.2 del Reglamento Roma I.

371. En este ámbito la cuestión se plantea fundamentalmente en relación con los daños producidos como consecuencia de actos de competencia desleal. La ley aplicable a estas reclamaciones es la del Estado en cuyo territorio las relaciones de competencia o los intereses colectivos de los consumidores queden afectados, *ex* art. 6.1 del Reglamento Roma II.

372. *Vid.* VITELLINO, G., “Rome II...”, *cit.*, p. 290.

3. Directiva de Folletos y responsabilidad civil: el papel del principio del Estado miembro de origen

3.1. Sobre la existencia de una norma de conflicto implícita

3.1.1. Ámbito de aplicación del principio del Estado miembro de origen

52. En el análisis de la Directiva de Folletos, procede en primer término referirse al diseño en esta de la remisión al Estado miembro de origen. La finalidad es determinar si, como ocurre en el caso de la cláusula de mercado interior de la Directiva sobre Comercio Electrónico, el reconocimiento mutuo se predica también de cuestiones jurídico-privadas, o bien funciona sólo como mecanismo de coordinación de las normas regulatorias.

53. En la Directiva de Folletos, en línea con lo que parece ser la tendencia desde la entrada en vigor de la Directiva sobre Comercio Electrónico, la formulación de la remisión a la legislación del Estado miembro de origen no es tan amplia como en esta última. Es más, en la Directiva que nosotros estudiamos no hay cláusula de mercado interior como tal. Se prevé que en las OPVs transfronterizas el folleto aprobado por las autoridades del Estado miembro de origen sea válido para el lanzamiento de la oferta en otro Estado miembro, previa notificación; esto es, se impone la obligación de reconocimiento mutuo de la autorización otorgada por el Estado miembro de origen para la válida comercialización de valores. A este sistema se le ha denominado, como ya hemos tenido ocasión de señalar, pasaporte del folleto. Para completar la previsión, se establece expresamente la prohibición de que el Estado miembro de acogida someta los folletos a aprobación o procedimiento administrativo alguno. No se introduce ninguna mención adicional al funcionamiento del principio *home country control* que queda, de esta manera, expresamente circunscrito a la elaboración, aprobación y distribución del folleto, cuestiones todas ellas armonizadas por la Directiva y que tienen naturaleza regulatoria.

54. Por lo tanto, las conclusiones tienen que ser en el caso que nos ocupa diferentes a las alcanzadas en relación con la Directiva sobre Comercio Electrónico: el ámbito de influencia del principio de reconocimiento mutuo no abarca cuestiones de naturaleza jurídico-privada, que en el caso de la Directiva de Folletos sería, en todo caso, la responsabilidad civil derivada del folleto. Esta es la única que se menciona en este texto. En consecuencia, el juego del principio se circunscribe a las normas regulatorias³⁷³.

373. Vid. EINSELE, D., "Internationales Prospekthaftungsrecht –Kollisionrechtlicher Anlegerschutz nach der Rom II-Verordnung", *ZEuP*, núm. 1, 2012, pp. 23-46, pp. 31-32.

3.1.2. Extensión de las conclusiones de la STJUE *eDate Advertising*

55. En cualquier caso, incluso si las conclusiones alcanzadas en el apartado anterior no son correctas y el mecanismo del Estado miembro de origen funciona sobre las normas de responsabilidad civil, tal principio no tiene naturaleza de norma de conflicto. Y ello por cuanto la decisión del TJUE en relación con la Directiva sobre Comercio Electrónico es extensible a este ámbito.

56. El Tribunal otorgó peso en la STJUE *eDate Advertising* a que se previera expresamente que el texto no introducía normas adicionales de Derecho internacional privado. Otras Directivas posteriores, como la Directiva de Servicios, introducen previsiones en este sentido con mayor grado de detalle aún. El que en la Directiva de Folletos tal previsión no exista no es, a nuestro juicio, un argumento a favor de su naturaleza conflictual sino una confirmación de que la mención que se hace de la responsabilidad civil en este texto es puramente puntual, lo que hace innecesaria una aclaración de este género.

La única referencia a ella se encuentra en el artículo 6, en el que se establece que los Estados miembros se han de asegurar de que su régimen de responsabilidad civil se aplica a un círculo mínimo de sujetos cuando la información contenida en el folleto sea engañosa. Su inclusión en la Directiva es simplemente un reflejo de la voluntad del legislador de que los Estados miembros apliquen un régimen de sanciones eficaz a estos supuestos. Por lo tanto, la ausencia de una disposición en la que se excluya que la Directiva pretenda establecer normas adicionales de Derecho internacional privado es muestra de que no es necesario aclarar lo obvio: que la remisión al Estado miembro de origen no tiene naturaleza de norma de conflicto³⁷⁴.

57. En definitiva, aunque a diferencia de la Directiva de la que conoció el TJUE la Directiva de Folletos no incluye previsión expresa de que la Directiva no introduce normas de Derecho internacional privado, entendemos que las conclusiones alcanzadas en aquel caso son extensi-

374. Adicionalmente, la actitud de distintas instancias frente a la cuestión de la ley aplicable a la responsabilidad derivada del folleto confirma que la Directiva no establece una norma de conflicto. Por ejemplo, el gobierno británico propuso excluir del ámbito de aplicación del Reglamento Roma II la responsabilidad civil derivada del folleto. Tal propuesta, que no se acogió, denota el convencimiento de que tal responsabilidad se encontraba incluida, *i.e.* que no existía ya una norma de conflicto especial que desplazase las soluciones del Reglamento. Si hubiesen entendido que existía, tal exclusión habría resultado inútil. *Vid.* Council Document 7928/06 ADD, de 30 de marzo de 2006, sobre la propuesta del gobierno británico y Council Document 7709/06, de 3 de mayo de 2006, sobre la decisión de no incluirla en el Reglamento. *Vid. infra* Capítulo Sexto núm. 17 más extensamente sobre esta cuestión.

bles a este. Así pues, podemos descartar la existencia de una norma de conflicto implícita y concluir que la normativa de la UE no ha optado por un modelo de conexión accesorio³⁷⁵.

3.1.3. La reivindicación de la conexión accesorio

58. No puede obviarse, no obstante lo dicho, que un sector de la doctrina se ha mostrado favorable a la aplicación de la ley del Estado miembro de origen. En esta posición subyacen las ventajas que, como ya apuntábamos, se ha afirmado que tiene el modelo de conexión accesorio cuando está dentro del ámbito de un acuerdo de reconocimiento mutuo. De un lado, la sujeción del emisor a una única ley en materia de responsabilidad civil contribuye a la integración de los mercados de valores en la UE. De otro lado, el que la ley aplicable a la responsabilidad civil coincida con las normas regulatorias de cuyo incumplimiento esta deriva elimina los problemas de ajuste material y facilita que la responsabilidad cumpla adecuadamente el papel de *enforcement* que está llamado a desempeñar³⁷⁶.

59. Estas posiciones doctrinales surgen porque el resultado al que llevan las normas de conflicto generales es el contrario. Esta afirmación nos obliga a adelantar una de las conclusiones que alcanzaremos en los capítulos sucesivos: el criterio de conexión autónomo en el DIPr de la UE sigue para supuestos de responsabilidad derivada del folleto una lógica de Estado de destino³⁷⁷. Por lo tanto, la ley aplicable a la responsabilidad civil no coincide, al menos necesariamente, con la ley aplicable a las cuestiones regulatorias. Y, además, no es, cuando la oferta se dirija a una pluralidad de mercados, una ley única.

60. Este resultado, como decíamos, es el que a ojos de un sector importante de la doctrina resulta inadecuado y el motivo principal por el

375. *Vid. inter alia* en este sentido EINSELE, D., "Internationales...", *cit.*, pp. 30-37; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, "The law applicable to prospectus liability in the European Union", *Law and Financial markets Review*, November 2011, pp. 449-457, pp. 453-455; JUNKER, A., "Der Reformbedarf im Internationalen Deliktsrecht der Rom II-Verordnung drei Jahre nach ihrer Verabschiedung", *RIW*, núm. 5, 2010, pp. 257-269, p. 262; MANKOWSKI, "Finanzverträge und das neue Internationale Verbrauchervertragsrecht des Art. 6 Rom I-VO", *RIW*, núm. 3, 2009, pp. 98-118, pp. 116-117; WEBER, C., "Internationale Prospekthaftung nach der Rom II-Verordnung", *WM*, núm. 34, 2008, pp. 1581-1588, p. 1583.

376. *Vid. inter alia* RINGE, W-G/ HELLGARDT, A., "The international dimension of issuer liability –Liability and choice of law from a transatlantic perspective-", *Research Paper No. 10-05*, www.ssrn.com, p. 23, sobre la fragmentación de la ley aplicable o BENICKE, C., "Prospektpflicht und Prospekthaftung bei grenzüberschreitenden Emissionen", *Festschrift für Erik James Sellier*, 2004, pp. 25-37, p. 36, en relación con la coordinación entre normas regulatorias y de responsabilidad civil.

377. *Vid. infra* especialmente Capítulo Sexto, núms. 18 y ss.

que se ha querido ver en el principio del Estado miembro de origen una norma de conflicto implícita³⁷⁸. Desde su perspectiva, adquiere relevancia a efectos jurídico-privados la determinación del Estado miembro de origen, *i.e.* aquel en el que se ha aprobado el folleto, pues el régimen de responsabilidad civil aplicable quedará anudado a este. La elección del Estado miembro de origen, en la medida en que esta quepa, trae aparejada la de la ley aplicable a la responsabilidad civil³⁷⁹.

61. Esta preocupación no se proyecta en exclusiva sobre la responsabilidad civil en el mercado primario, sino que se extiende al mercado secundario y a otros supuestos en los que existe obligación de proporcionar información en los mercados y que han sido regulados a nivel europeo. Tal es el caso de la Directiva de Transparencia o del Reglamento sobre agencias de calificación, en los que también se establece el principio del Estado miembro de origen y también se han alzado voces para reivindicar la existencia de una norma de conflicto implícita en la norma³⁸⁰.

378. *Vid.* en este sentido BENICKE, C., "Prospektpflicht...", *cit.*, pp. 35-36; TSCHÄPE, P. / KRAMER, R./ GLÜCK, O., "Die Rom II-Verordnung –Endlich ein einheitliches Kollisionsrecht für die gesetzlichen Prospekthaftung?", *RIW*, núm. 10, 2008, pp. 657-667, pp. 664-666. Otros autores llegan al mismo resultado, partiendo de una calificación delictual de la responsabilidad, a través de la cláusula de vínculos más estrechos del art. 4.3 del Reglamento Roma II. Nos referiremos a ello con más detalle en el Capítulo Sexto, núm. 118.

379. *Vid.* BENICKE, C., "Prospektpflicht...", *cit.*, pp. 36-37.

380. En relación con las agencias de calificación, la doctrina se había referido a esta posibilidad con anterioridad a la modificación recientemente introducida por el Reglamento (CE) n° 1060/2009, de 16 de septiembre de 2009, sobre agencias de calificación crediticia. Conforme a la anterior redacción de este, la única mención que se hacía a la responsabilidad civil se hallaba en el cdo. 69 –y no en el articulado como en la Directiva de Folletos–. En este se señalaba que "...cualquier reclamación contra una agencia de calificación por incumplimiento de las disposiciones del Reglamento debe hacerse de acuerdo con la legislación nacional aplicable en materia de responsabilidad civil". Esto es, se establecía la obligación de los Estados miembro de aplicar sus regímenes de responsabilidad civil ante incumplimientos de las normas de información del Reglamento, sin establecimiento de un círculo mínimo de responsables, también a diferencia de la Directiva de Folletos. En la legislación francesa, a raíz de la adopción del Reglamento, se introdujo un régimen especial de responsabilidad civil para las agencias de calificación. Esto llevó a AUDIT, M., "Aspect internationaux de la responsabilité des agences de notation", *Rev crit DIP*, núm. 3, 2011, pp. 581-602, pp. 588-592, a mantener que de la combinación del cdo. 69 y la norma nacional que establece el régimen de responsabilidad se extrae una norma de conflicto. De esta forma, el régimen de responsabilidad civil de las agencias de calificación por incumplimiento de las obligaciones del Reglamento se aplicaba solo cuando Francia fuera el Estado miembro de origen.

Con el Reglamento (UE) n° 462/2013, del Parlamento europeo y del Consejo, de 21 de mayo de 2013, por el que se modifica el Reglamento (CE) n° 1060/2009 sobre las agencias de calificación crediticia, la situación ha cambiado. Este ha introducido en el nuevo art. 35 bis normas de responsabilidad civil uniformes por infracciones en materia de calificación. Nos volveremos a referir a esta cuestión al hablar de la conveniencia de introducir una conexión accesoria en la UE. *Vid. infra* núm. 83 y nota la pie núm. 407.

62. Más allá de lo acertado de estas aproximaciones, lo cierto es que la generalización del principio del Estado miembro de origen en el ámbito de la información en los mercados de valores ha generado un impulso en favor de la introducción de una conexión accesoria que garantice que ambas leyes, regulatoria y jurídico-privada, coincidan³⁸¹.

3.2. La excepción de reconocimiento mutuo: las normas de Derecho privado como obstáculo a las libertades

63. Descartado que la responsabilidad civil quede sujeta al juego del principio del Estado miembro de origen en la Directiva de Folletos, resta por determinar cuál es el efecto que tiene sobre las normas designadas por las normas de conflicto generales este principio tal y como deriva de los Tratados, i.e. la denominada excepción de reconocimiento mutuo³⁸².

64. La ley aplicable a la responsabilidad civil es, por regla general, una ley distinta de la del Estado miembro de origen: la lógica de la identificación de la ley aplicable en materia de responsabilidad civil derivada del folleto es la opuesta, i.e. es una lógica de Estado de destino. Cuando la ley aplicable sea una ley diferente de la del Estado miembro de origen, la excepción de reconocimiento mutuo exige el análisis de las normas materiales del Estado de destino para inaplicar aquellas que supongan un obstáculo a las libertades. Por lo tanto, la pregunta esencial que nos tenemos que plantear en este punto para analizar el efecto de la excepción es: ¿pueden ser las normas de responsabilidad civil un obstáculo a las libertades?

65. La respuesta a esta pregunta es, como punto de partida, positiva por dos motivos³⁸³. En primer lugar porque la definición de la jurisprudencia del TJUE de las medidas de efecto equivalente es lo suficientemente amplia como para que, en principio, no quepa excluir las normas de Derecho privado³⁸⁴. En segundo lugar porque el Tribunal ha entrado al menos a considerar la posibilidad de que las normas de Derecho privado puedan suponer una restricción para las libertades³⁸⁵.

381. Volveremos más adelante sobre ello. *Vid. infra* núms. 73-84.

382. *Vid.* sobre esta cuestión FALLON, M., "La relación del Reglamento Roma II con otras normas de conflicto de leyes", *AEDIPr*, T. VII, 2007, pp. 187-217, pp. 212-213.

383. En este sentido *vid.* FALLON, M./ MEEUSEN, J., "Private international law...", *cit.*, pp. 46-50; MALATESTA, A., "Principio dello stato di origine...", *cit.*, pp. 301-303.

384. *Vid. supra* núm. 36 sobre la definición de medidas de efecto equivalente.

385. Por ejemplo en la STJUE de 24 de enero de 1991, asunto C-339/89, *Alsthom Atlantique SA y Compagnie de construction mécanique Sulzer SA, con la intervención de: Union des assurances de Paris*, en la que se plantea si las normas sobre obligación de saneamiento por vicios ocultos pueden ser contrarias a las libertades básicas; o en la

66. Si las normas de Derecho privado, en general, pueden constituir un obstáculo, lo que interesa a nuestros efectos es saber si las normas de responsabilidad civil, en concreto, pueden serlo. En particular, si el mero hecho de que los regímenes de responsabilidad de los Estados miembros de origen y destino sean diferentes obstaculiza el ejercicio de las libertades básicas y, como consecuencia de ello, puede “activar” la excepción de reconocimiento mutuo y afectar así al funcionamiento de las normas de conflicto.

67. El TJUE ha entendido que la mera disparidad entre las legislaciones de los Estado miembros no supone un obstáculo para las libertades. Por el contrario, para determinar si las normas nacionales son o no una restricción, ha establecido dos tests.

El primero de ellos atiende a la existencia de un *double burden*; esto es, considera que una normativa nacional es un obstáculo siempre que obligue al operador a cumplir en el Estado de destino con unas normas con las que ya había cumplido en su Estado miembro de origen³⁸⁶. Este test funciona especialmente bien en relación con la libre circulación de mercancías, que es el ámbito en el que nació esta jurisprudencia. Para completar el cuadro, el TJUE añadió la distinción entre “requisitos del producto” y “condiciones de venta”: la aplicación de los primeros por el Estado de destino supone un *double burden* mientras que los segundos no, de manera que se trata de una cuestión que queda fuera del ámbito de las libertades³⁸⁷.

Posteriormente introdujo un segundo test que permitió extender el principio a otras libertades, en las que el anterior no funcionaba igual de bien, y considera obstáculos todas aquellas medidas que entorpezcan el acceso al mercado –*market access*–.

68. Las normas de responsabilidad civil no encajan, desde nuestro punto de vista, en ninguno de los dos test. Ni son un *double burden* ni impiden el acceso al mercado. Que no suponen un *double burden* parece más claro, si tenemos en cuenta que, por definición, las normas de conflicto designan, en esta materia como en todas las demás, una única ley como aplicable. Las normas de responsabilidad civil no se asemejan, dentro de las categorías establecidas por el TJUE, a los “requisitos del producto” y, en consecuencia, no obligan al emisor a modificar su oferta

STJUE de 13 de octubre de 1993, asunto C-93/92, *CMC Motorradcenter GmbH y Pelin Baskiciogullari* (STJUE *Motorradcenter*) en la que se debate si una norma sobre información precontractual puede serlo. En ambos casos la respuesta fue negativa.

386. Este test se introdujo en la STJUE *Cassis de Dijon* a la que ya nos hemos referido, *vid. supra* núm. 350.

387. STJUE de 24 de noviembre de 1993, asuntos acumulados C-267/91 y C-268/91, *Bernard Keck y Daniel Mithouard*.

en función del Estado miembro al que se dirige; los regímenes de responsabilidad civil no afectan a la estandarización de la oferta³⁸⁸.

También entendemos que no impiden el acceso al mercado porque en cualquier caso la responsabilidad civil surge una vez que ya se ha accedido al mercado del Estado de destino. Por el contrario, se asemejan más a las “condiciones de venta” que, de acuerdo con la jurisprudencia, quedan excluidas del ámbito de actuación de las libertades. Si un régimen de responsabilidad civil estricto desincentiva el acceso al mercado, por lo que pueda ocurrir una vez que se está operando en él, esta cuestión no entra dentro del ámbito de las libertades. Estas permiten la libre circulación de mercancías, servicios o capitales, pero no la libre causación de daños³⁸⁹.

69. Por otra parte, el TJUE parece haber introducido un último criterio para determinar si una normativa nacional supone una restricción: la necesidad de que esta tenga un efecto mínimo sobre las libertades³⁹⁰. En particular, en la STJUE *Motorradcenter* se arguyó para descartar que la normativa objeto de la controversia fuera un obstáculo el que sus efectos eran “demasiado aleatorios e indirectos”. En este mismo sentido, entendemos que, en cualquier caso, los efectos sobre el mercado interior de la aplicación del régimen de responsabilidad civil más estricto del Estado miembro de destino serían demasiado indirectos como para “activar” la excepción de reconocimiento mutuo³⁹¹.

388. Vid. EINSELE, D., “Internationales...”, *cit.*, p. 34. Vid. *infra* Capítulo Quinto núm. 47. Es más, incluso en relación con otros aspectos jurídico-privados que, a diferencia de la responsabilidad derivada del folleto, sí que afectan a la estandarización de la oferta, la doctrina ha cuestionado el verdadero impacto de la diversidad jurídica como obstáculo, ante la constatación práctica de que los operadores generalmente diferencian sus productos y servicios en función del mercado al que se dirigen para adaptarse a este y obtener éxito comercial. Vid. DE MIGUEL ASENSIO, P., “Directiva...”, *cit.*, pfo. 17.

389. Vid. MUIR WATT, H., “Integration...”, *cit.*, p. 125. En este sentido se pronuncia también MALATESTA, A., “Principio dello stato di origine...”, *cit.*, pp. 304-305, en referencia a la responsabilidad extracontractual del prestador del servicio en la Directiva de Servicios. Vid. asimismo VITELLINO, G., “Rome II...”, *cit.*, pp. 291-296, que llega a esta misma conclusión tras el análisis de la jurisprudencia del TJUE en materia de restricciones a las libertades básicas.

390. Vid. WILDERSPIN, M./ LEWIS, X., “Les relations...”, *cit.*, pp. 31-32.

391. No queremos con ello decir que un emisor no vaya a tener en cuenta la existencia de estándares más elevados en las legislaciones del Estado miembro de destino, pero lo cierto es que su existencia no parece haber desincentivado la realización de OPVs transfronterizas dentro de la UE. Vid. *infra* nota al pie núm. 407 sobre la evaluación que la propia Comisión hace de esta cuestión. Por tanto, los efectos sobre el mercado interior no parecen lo suficientemente directos como para activar la excepción. Cuestión distinta es la relativa a los problema que plantea para los emisores el enfrentarse a una pluralidad de leyes que no puede prever cuáles serán. Vid. *infra* Capítulo Sexto núms. 51 y ss. Este último es un problema conflictual que hay que diferenciar de las cuestiones materiales a las que nos estamos refiriendo en este punto.

70. En definitiva, en nuestra opinión, el principio del Estado miembro de origen es neutro *vis à vis* las normas de conflicto. Otra conclusión diferente supondría la inaplicación de las normas del Estado miembro de destino más estrictas y la consiguiente aplicación de las normas del Estado miembro de origen más laxas. Se abriría así un escenario de competencia regulatoria con consecuencias poco deseables, *i.e. race to the bottom*, que desde luego no contribuye a un buen funcionamiento del mercado interior. Nos referiremos a esta cuestión con más detenimiento al hablar de la conveniencia de introducir una norma de conflicto especial en materia de responsabilidad derivada del folleto que apunte a la ley del Estado miembro de origen, pues la problemática es similar³⁹².

3.3. Recapitulación preliminar

71. En definitiva, en la UE no se sigue un modelo de conexión accesorio. El principio de Estado miembro de origen carece de relevancia conflictual y tampoco funciona en este ámbito en el nivel material como “excepción de reconocimiento mutuo”. Se ha optado por un modelo de conexión autónoma que sigue una lógica de Estado de destino.

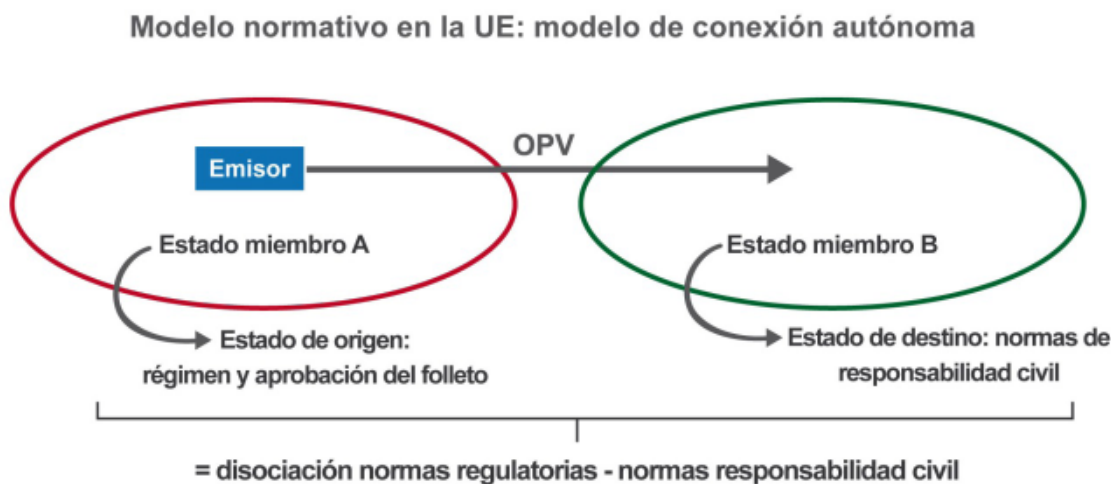
72. A esta luz hay que interpretar, naturalmente, el artículo 2 b) del RD 1310/2005, que delimita el ámbito de aplicación territorial de esta norma³⁹³. En este se establece que sus disposiciones se aplican siempre que España sea el Estado miembro de origen. Así, el régimen español de responsabilidad civil derivada del folleto sólo se aplicaría cuando España fuera el Estado miembro de origen. Pues bien, como se sigue de las consideraciones realizadas a lo largo de este capítulo, y en contra de lo que ha mantenido parte de la doctrina, a esta disposición no le podemos atribuir un carácter conflictual: de la Directiva de Folletos no se deriva una norma de conflicto que imponga la aplicación de la legislación del Estado miembro de origen³⁹⁴. No obstante, caso de tener tal naturaleza, y dado que no se sigue de la Directiva de Folletos, se trataría de una norma de conflicto autónoma, que queda desplazada por las normas de conflicto generales, de origen europeo, de acuerdo con el principio de primacía³⁹⁵.

392. *Vid. infra* núm. 83-84.

393. Recuértese que esta es la norma a través de la cual se ha transpuesto en nuestro ordenamiento la Directiva de Folletos y se ha introducido el régimen de responsabilidad civil especial. *Vid.* Capítulo Segundo núm. 11.

394. No se puede compartir el criterio, pues, de DEL POZO, F. J./ GARCÍA ALCUBILLA, R., “Mercado primario...”, *cit.*, p. 182, que afirman que el régimen español de responsabilidad del folleto solo se aplica cuando el folleto haya sido aprobado por la CNMV. Cuando el Estado miembro de origen sea España, la CNMV será competente para aprobar el folleto, pero la ley aplicable a la responsabilidad civil que de él se derive queda determinada por las normas de conflicto generales mediante conexiones autónomas.

395. Lo mismo puede decirse de la prevision del ordenamiento británico de la Prospect



4. Oportunidad de ir hacia un modelo de conexión accesoria en la UE

4.1. Introducción

73. Procede, por último, plantearse brevemente la conveniencia de ir, dentro de la UE, desde un modelo de conexión autónoma hacia un modelo de conexión accesoria. Esto es, la oportunidad de introducir una norma de conflicto *ad hoc* que remita a la legislación del Estado miembro de origen. Quizás en el ámbito del mercado de valores sea especialmente pertinente plantearse esta posibilidad, toda vez que existe en materia de responsabilidad civil un elemento diferencial respecto de otros ámbitos: un régimen de responsabilidad civil *especial* ante el incumplimiento de las normas regulatorias que imponen las obligaciones de información. Por ello, en línea con lo que señalamos que mantiene un sector importante de la doctrina, puede resultar particularmente aconsejable que coincida la ley aplicable a ambas cuestiones³⁹⁶.

Rule 5.5.2, de acuerdo con la cual “the rules in this section only apply in respect of a prospectus if the United Kingdom is the Home State for the issuer in relation to the transferable securities to which the prospectus relates”. Téngase en cuenta que en la Rule 5.5 solamente se regula la responsabilidad derivada del folleto.

396. Esta misma posición se ha mantenido en el informe realizado para el Gobierno británico, en que se entendía que debía excluirse la responsabilidad derivada del folleto del ámbito de aplicación del Reglamento Roma II y se abogaba asimismo por la aplicación de la ley del Estado miembro de origen. Vid. DAVIES, P., *Davies Review of Issuer Liability: Final Report*, accesible en http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/+/http://www.hm-treasury.gov.uk/media/4/7/davies_review_finalreport_040607.pdf. Vid. *infra* con más detalle sobre la cuestión Capítulo Sexto núm. 17.

4.2. Problemas de ajuste material

74. Como ya hemos señalado, se ha argumentado que la aplicación de la misma ley eliminaría los problemas de ajuste material. Sin embargo, aunque tal virtud de la conexión accesoria es innegable³⁹⁷, no hay que perder de vista que las obligaciones de información de cuyo incumplimiento deriva la responsabilidad están fuertemente armonizadas en el marco de la UE. De esta manera, el diseño de las normas de responsabilidad civil en cada Estado miembro tiene como referencia unas normas regulatorias que son en todos ellos prácticamente idénticas³⁹⁸. Por lo tanto, los problemas de ajuste material entre las normas jurídico-públicas y jurídico-privadas no son lo suficientemente graves en este ámbito como para aconsejar un cambio de paradigma sin más razones que lo justifiquen.

4.3. Responsabilidad y *enforcement* de la normativa regulatoria

75. Por otra parte, se ha afirmado que la aplicación de la misma ley a los aspectos regulatorios y a los aspectos jurídico-privados tiene la ventaja de favorecer la función de *enforcement* de la responsabilidad civil en este ámbito. En efecto, las normas de responsabilidad no se limitan a cumplir en los mercados de valores una función compensatoria del daño sufrido sino que además fomentan el cumplimiento de la normativa. Como se ha señalado, el régimen de información del folleto juega, en particular, un papel de control de los administradores de las sociedades que captan ahorro en los mercados de valores a través de ofertas públicas, *i.e.* son normas relativas al *corporate governance*. De esta forma, la responsabilidad derivada del folleto en su papel de *enforcement* de esa normativa está asimismo llamada a cumplir tal función. Desde este punto de vista, se ha considerado aconsejable introducir una conexión accesoria que garantice que la ley aplicable a la responsabilidad civil sea la ley del Estado miembro de origen que, como regla general, es la *lex incorporationis*³⁹⁹.

76. Sin embargo, aunque el régimen del folleto, y con él la responsabilidad civil que de su vulneración se deriva, cumpla una función de control de los administradores, que sin duda la cumple, no es su fun-

397. También los detractores de esta posibilidad admiten que la coincidencia de ambas leyes aplicables tendría ventajas, entre las que se cuenta el evitar posibles problemas de ajuste material. *Vid. inter alia* EINSELE, D., "Internationales...", *cit.*, p. 31; GARCIMAR-TÍN ALFÉREZ, F.J. "The law applicable...", *cit.*, p. 453.

398. Como señalamos, la Directiva de Folletos es de máximos y la información que se ha de recoger en el folleto ha quedado uniformizada a través del Reglamento (CE) nº 809/2004.

399. *Vid.* manteniendo esta posición RINGE, W-G./HELLGARDT, A., "The international...", *cit.*, pp. 28-30.

ción fundamental. El objetivo fundamental que persigue la normativa es la protección del funcionamiento del mercado de valores y, así, de una institución clave para la economía de un país. En este sentido, tanto el régimen del folleto como la responsabilidad civil como mecanismo de *enforcement* de este, desempeñan una función supraindividual que no cumplen, por el contrario, otras normas de control de la actuación de los administradores.

77. Esta función de las normas de información también se plasma en el tratamiento que se les otorga en supuestos internacionales⁴⁰⁰. Recuerdese que antes de la entrada en vigor de la Directiva de Folletos, cada país aplicaba las normas regulatorias en materia de OPVs cuando el mercado afectado era el nacional, independientemente de la *lex societatis* del emisor. Tras la introducción del principio del Estado miembro de origen en este ámbito, la situación ha cambiado y como regla general se ha pasado a aplicar la ley del Estado del domicilio social del emisor. Sin embargo, ello es solo fruto de una armonización de los regímenes del folleto. Como pusimos de relieve en el capítulo anterior, la armonización de las normas regulatorias es tan fuerte que podríamos hablar de uniformización, de manera que es irrelevante, a efectos de protección del mercado nacional –que sigue siendo el objetivo de política legislativa fundamental–, que se aplique la normativa de origen o la del mercado afectado. Sin embargo, esta armonización no se ha producido en el ámbito de la responsabilidad. Por lo tanto, en este caso no se justifica –a diferencia de lo que acabamos de afirmar en relación con las normas regulatorias– la aplicación de la ley del Estado miembro de origen.

78. Adicionalmente, hay que tener en cuenta que incluso en Derecho suizo, en el que se parte del Estado de incorporación como criterio de conexión, no se ha considerado conveniente mantener este como punto de conexión único. Se añade como criterio de conexión alternativo el mercado donde se ofertan los valores, en consideración al papel esencial que estas normas cumplen en la reglamentación de los mercados nacionales. De esta manera, es posible que las normas de responsabilidad civil derivada del folleto aplicables no coincidan con las normas de Derecho de sociedades aplicables al emisor, e igualmente es posible que las normas de responsabilidad civil no coincidan con el régimen regulatorio incumplido. En consecuencia, la experiencia en Derecho comparado no apoya tampoco la tesis de la conexión accesorio.

400. Vid. BENEDELLI, M., "Corporate governance...", *cit.*, *passim*, que pone de relieve la diferencia entre las distintas normas de *corporate governance* y cómo estas diferencias se plasman también en su tratamiento en supuestos con elemento de internacionalidad.

79. En definitiva, si la función fundamental del régimen del folleto, y de la responsabilidad civil, es una función supraindividual que no se le puede atribuir a otras normas relativas al *corporate governance*, el argumento de la doctrina en favor de una conexión accesoria deja de ser convincente. Es más, la solución debería ser, según lo que decimos, la contraria. Tal solución es la que parece apuntar el ordenamiento estadounidense. Este establece la aplicación de su régimen de responsabilidad civil siempre que el mercado afectado sea el estadounidense, con independencia de que las normas regulatorias incumplidas, y también la *lex societatis* del emisor, sean extranjeras. Y ello en atención al objetivo de protección de los mercados de valores nacionales.

4.4. Fragmentación de la ley aplicable

80. Se ha argüido también en favor de la aplicación de la ley del Estado miembro de origen que permite la aplicación de una única ley a la responsabilidad civil, solución más acorde con el objetivo de integración de los mercados de valores. Recuérdesse que la aplicación de las normas de conflicto generales lleva a una fragmentación de las leyes aplicables. Esta situación incrementa el coste de información jurídica del emisor y con ello se desincentiva la realización de operaciones transfronterizas⁴⁰¹.

81. Si bien es cierto que la introducción de una conexión accesoria repercutiría en una reducción de los costes de estas operaciones, es cuestionable que resulte oportuno favorecer a través de tal norma de conflicto a la parte que genera el riesgo, que tiene la posibilidad de controlarlo y que, además, lo hace frente a una parte débil. De hecho, este es el motivo por el que la lógica de las normas de conflicto generales es la opuesta a la que en este epígrafe se baraja: una lógica de Estado de destino⁴⁰².

En efecto, la responsabilidad derivada del folleto surge en un ámbito en que existen “fallos del mercado”, que hacen necesario acudir a una lógica de Estado de destino⁴⁰³. En primer lugar, ha de tenerse en cuenta que el inversor destinatario de la oferta es un inversor minorista que, en la mayor parte de los casos, va a adquirir al margen de una actividad profesional. Se trata, por tanto, de un consumidor a efectos de las normas de DIPr de la UE⁴⁰⁴. No se puede esperar de este, parte débil, que incorpore

401. Vid. BENICKE, C., “Prospektpflicht...”, *cit.*, p. 35.

402. Vid. VIRGÓS SORIANO, M./ GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J., “Estado de origen...”, *cit.*, pp. 10 y 17.

403. Vid. VIRGÓS SORIANO, M./ GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J., “Estado de origen...”, *cit.*, pp. 8-9.

404. El Reglamento Roma I se refiere como contrato de consumo a aquel “contrato celebrado por una persona física para un uso que pueda considerarse ajeno a su actividad comercial o profesional («el consumidor»)”. Esta definición de consumidor que

a su decisión de inversión en valores de un emisor extranjero que se ofrecen en su mercado doméstico el régimen de responsabilidad civil que resultaría, en su caso, aplicable⁴⁰⁵. Por ello, las normas de conflicto otorgan en el ámbito de los contratos de consumo, al menos, la protección de las normas de su residencia habitual⁴⁰⁶. En el mismo sentido, y si se entiende que la cuestión se enmarca dentro del ámbito delictual, el responsable –emisor– puede elegir implícitamente a su víctima –elige a los inversores al elegir los mercados a los que se dirige– y no internaliza el coste de sus decisiones. Por ello, con el fin de favorecer una adecuada política preventiva, las normas de conflicto designan como aplicable la ley del Estado de producción del daño.

82. De nuevo, esta postura se ve apoyada por las soluciones en el Derecho comparado. El Derecho estadounidense sigue una lógica de estado de destino al establecer cuándo sus normas de responsabilidad civil son aplicables. El Derecho suizo en su norma de conflicto especial abre la posibilidad de optar entre la aplicación de la *lex incorporationis* y la ley del mercado en el que se han ofertado los valores. A través de esta norma de conflicto alternativa se busca proteger al inversor.

4.5. Competencia regulatoria

83. Tal lógica de Estado de destino se hace necesaria en tanto que no exista una armonización de las normas materiales de responsabilidad

está ínsita en la referencia al contrato de consumo es muy similar a la definición de consumidor a efectos de la aplicación de la normativa española material de consumo. Esta establece que son consumidores “las personas físicas o jurídicas que actúan en un ámbito ajeno a una actividad empresarial o profesional”. Por lo tanto, las conclusiones que alcanzamos sobre la relación entre la categoría de consumidor a efectos de la aplicación de la normativa española y de inversor al que se dirige la OPV son aplicables a la categoría de consumidor del Reglamento Roma I: aunque la categoría de consumidor no coincide exactamente con la de inversor minorista de la Directiva de Folletos es muy poco probable que el inversor al que se dirige la OPV no tenga la condición de consumidor a efectos del Reglamento Roma I. *Vid. supra* Capítulo Primero núms. 14-15.

405. Los partidarios de la aplicación de una lógica de origen entienden que este problema queda paliado por el asesoramiento que el inversor recibe del intermediario, a través del cual en la mayoría de los casos actúa. *Vid.* BENICKE, C., “Prospektpflicht...”, *cit.*, p. 37. *Vid supra* Capítulo Primero núms 45-47 en relación con la actuación del inversor a través de intermediarios en las OPVs. Asimismo se ha mantenido que, si bien el inversor no incorpora el régimen de responsabilidad al precio, sí que lo hacen los inversores cualificados, que sí que cuentan con las herramientas para ello y que son, además, los que fijan el precio al que el inversor minorista adquiere, de forma que este se beneficia de ello indirectamente.

406. EINSELE, D., “Internationales...”, *cit.*, pp. 32-33, aunque parte de una calificación extracontractual de la responsabilidad tiene en cuenta que uno de los objetivos de esta es la protección del inversor y pone de relieve que la opción del legislador en esos casos es la aplicación de la ley del Estado de la residencia habitual del inversor.

civil suficiente como para que la aplicación de la legislación del Estado miembro de origen no genere los problemas a los que nos hemos referido en este capítulo. Cuando esta no existe, y este es el caso de la responsabilidad civil derivada del folleto, las regulaciones de los Estados miembros difieren las unas de las otras y hay regímenes notablemente más laxos que otros⁴⁰⁷. En la medida en que se aplica en este ámbito el principio del Estado miembro de origen y que este es, como regla general, el del domicilio social del emisor, al elegir conforme a qué legislación se constituyen los emisores estarán eligiendo el régimen de responsabilidad civil que se les aplica. En un ámbito no armonizado, es de prever que estos opten por elegir para establecerse aquellos Estados miembros en los que las legislaciones son más laxas. En último término esto puede llevar a los Estados miembro a una carrera para rebajar los estándares de protección para con ello atraerse a los operadores⁴⁰⁸. Esta “carrera a

407. Ni lo están ni lo van a estar en un futuro cercano, toda vez que se ha procedido recientemente a la revisión de la Directiva de Folletos en la que la Comisión se planteó esta cuestión y la descartó. *Vid.* Background Document”, p. 15, http://ec.europa.eu/internal_market/securities/prospectus/index_en.htm, donde se señala que el uso creciente que se está haciendo del pasaporte tras la aprobación de la Directiva sugiere que la heterogeneidad de los regímenes aplicables a la responsabilidad civil derivada del folleto no supone una barrera de importancia a la hora de realizar ofertas transfronterizas. La Comisión también reconoce que la armonización de los regímenes de responsabilidad es un objetivo muy ambicioso que excede del propósito de la revisión y que solo se podrá alcanzar a largo plazo.

Incluso en el caso del Reglamento sobre agencias de calificación al que ya hemos hecho referencia, en que sí se ha procedido a la armonización, esta ha dejado numerosas cuestiones al Derecho nacional aplicable de acuerdo con las normas de conflicto. En el Reglamento se prevé la responsabilidad de las agencias de calificación que de forma deliberada o con culpa grave cometan una infracción enumerada en el Anexo III que afecte a la calificación crediticia. El inversor ha de probar que se cometió la infracción y que confió en la calificación para llevar a cabo su inversión. Sin embargo, el resto de las cuestiones o incluso la definición de las que sí están contempladas –qué es “negligencia grave”, “daños y perjuicios”, “deber de cuidado”, etc.– queda a las normas de Derecho nacional aplicables. Como señala el art. 35 bis “se regirán por el Derecho nacional aplicable, determinado por las disposiciones pertinentes de Derecho internacional privado”. Por lo tanto, a nuestro modo de ver, la armonización sigue sin ser suficiente como para garantizar que no se va a producir una *race to the bottom*. *Vid. supra* nota núm. 380 también sobre esta cuestión.

408. *Vid.* VIRGÓS SORIANO, M./ GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J., “Estado de origen...”, *cit.*, pp. 17-19, se refieren a la aplicación de la ley del Estado miembro de origen como “tesis de retorno” y señalan que en ámbitos en los que hay fallos de mercado, como son los casos de los contratos de consumo y de las obligaciones extracontractuales, esta solo se puede producir si las normas materiales están fuertemente armonizadas. *Vid.* en un sentido similar refiriéndose a lo prematuro del giro hacia el Estado de origen BARIATTI, S., “The future community rules in the framework of the communitarization of private law”, en MALATESTA, A.(Ed.), *The unification of choice of law rules on torts and other non-contractual obligations in Europe*, CEDAM, 2006, pp. 5-32; BASEDOW, J., “European private international law of obligations and internal market legislation –A matter of coordination”, en *Liber memorialis Petar Sarcevic*, Sellier, 2006, pp. 13-24, p. 20; MALATESTA, A., “Principio dello stato di origine...”, *cit.*, p. 305. Específicamente sobre la Directiva de Folletos *vid.* EINSELE, D., “Internationales...”, *cit.*, p. 33; GARCI-

peor” resultaría más perjudicial para el mercado interior que la pluralidad de regímenes de responsabilidad civil derivada del folleto con los que un emisor tendría, en su caso, que cumplir. Y ello en la medida en que quedaría distorsionada la competencia entre ordenamientos y con ello se distorsionaría la competencia entre los propios operadores⁴⁰⁹.

84. En definitiva, mientras los regímenes de responsabilidad civil no se armonicen en el marco de la UE no es, a nuestro juicio, conveniente que se vaya hacia un modelo de conexión accesoria.

IV. RECAPITULACIÓN

85. A lo largo de este capítulo hemos expuesto cuáles son los dos modelos normativos teóricos en la determinación de la ley aplicable a la responsabilidad civil derivada del folleto: un modelo de conexión accesoria en el que las normas de responsabilidad civil quedan anudadas a las normas regulatorias; un modelo de conexión autónoma en el que las normas de responsabilidad civil aplicables se determinan de forma independiente de las normas regulatorias, de forma que ambas leyes, jurídico-públicas y jurídico-privadas, se pueden disociar.

86. En el marco de la UE, la identificación del modelo normativo por el que se ha optado pasa por determinar si las normas de conflicto generales de los Reglamentos Roma I y Roma II son aplicables o bien existe una norma de conflicto especial en otro instrumento de Derecho derivado que desplace sus soluciones. En particular, si la Directiva de Folletos incorpora una norma de conflicto implícita que remita a la legislación del Estado miembro de origen.

87. La remisión que se opera en la Directiva a la legislación del Estado miembro de origen se circunscribe a las normas relativas a la elaboración, aprobación y distribución del folleto, cuestiones todas ellas de naturaleza regulatoria y armonizadas en este texto. No cabe entender que la responsabilidad civil, a la que además se hace una única mención puntual, entre dentro del ámbito de aplicación del principio.

MARTÍN ALFÉREZ, F.J. “The law applicable...”, *cit.*, p. 453. Por el contrario, desde el punto de vista de RINGE, W-G./HELLGARDT, A., “The international dimension...”, *cit.*, pp. 36-38, la competencia regulatoria que permite una conexión accesoria en el ámbito de la responsabilidad civil en el mercado de valores tiene efectos beneficiosos, *i.e.* lleva a una *race to the top*.

409. *Vid.* en ese sentido MUIR WATT, H., “Integration...”, *cit.*, pp. 137 -138.

88. Desde nuestro punto de vista, el principio del Estado miembro de origen tal y como deriva de los Tratados no juega tampoco como correctivo material a través de la excepción de reconocimiento mutuo en relación con la responsabilidad civil derivada del folleto, porque no puede entenderse que la legislación del Estado de destino suponga un obstáculo a las libertades por el simple hecho de establecer condiciones más estrictas.

89. De la ausencia de una norma de conflicto implícita en la Directiva que designe la ley del Estado miembro de origen, y la consiguiente aplicabilidad de las normas de conflicto generales, se sigue que en el marco de la UE se ha optado por un modelo de conexión autónoma. El criterio de conexión por el que se ha optado sigue una lógica de Estado de destino.

90. Las consecuencias de ello, en un ámbito en el que rige el principio del Estado miembro de origen en materia regulatoria, son dos. En primer lugar, la falta de coincidencia entre normas de responsabilidad civil y normas regulatorias aplicables. En segundo lugar, la fragmentación de la ley aplicable. Ambos han sido considerados resultados insatisfactorios por parte de la doctrina y han generado una corriente de opinión favorable a la aplicación de la ley del Estado miembro de origen.

91. No obstante, la introducción de una conexión accesorio debe ser también descartada *de lege ferenda*, al menos en el corto plazo, mientras las normas de responsabilidad civil no se hayan armonizado. Si cabe la posibilidad de que el régimen del folleto aplicable en las OPVs transfronterizas sea el de un único Estado miembro –que además no es necesariamente el del Estado cuyo mercado se ve afectado– es exclusivamente porque estas normas han sido uniformizadas. De esta forma resulta irrelevante, a efectos de alcanzar el objetivo de política legislativa de protección del funcionamiento del mercado, qué régimen se aplica. No es este el caso del régimen de responsabilidad civil. A falta de armonización de las normas de responsabilidad civil, la aplicación de la ley del Estado miembro de origen puede llevar a los operadores a optar por incorporarse en Estados miembros con legislaciones de responsabilidad civil más laxas y, en último término, a una *race to the bottom*.

92. Esta conclusión queda reforzada por la experiencia en el Derecho comparado: ni el ordenamiento suizo ni el ordenamiento estadounidense, en contra en este último caso de lo que a la luz de la descripción general del régimen conflictual en los mercados de valores se pudiera pensar, siguen un modelo de conexión accesorio. Al menos, en el caso del ordenamiento estadounidense, no un modelo de modelo de conexión accesorio puro, en tanto que, en el momento en el que se ha testado esta conexión con un acuerdo de reconocimiento mutuo, se ha optado por

una conexión autónoma. El motivo fundamental es, precisamente, la ausencia de estándares equivalentes en los regímenes de responsabilidad civil de los Estados involucrados. Ello impide aplicar normas de responsabilidad civil extranjeras cuando el mercado nacional es el afectado. De otro modo se estaría poniendo en riesgo el objetivo de protección de los mercados nacionales.

CAPÍTULO QUINTO

LA DETERMINACIÓN DEL TEXTO APLICABLE: PROBLEMAS DE INTERPRETACIÓN Y CALIFICACIÓN

I. INTRODUCCIÓN

1. Una vez descartada la existencia de una norma de conflicto *ad hoc* en la Directiva de folletos y afirmada la opción por un modelo normativo de conexión autónoma dentro de la UE, el primer paso en la identificación de la ley aplicable es la determinación del texto que resulta de aplicación para ello. Los textos potencialmente aplicables en nuestro caso son el Reglamento Roma I, en materia de obligaciones contractuales, y el Reglamento Roma II, en materia de obligaciones extracontractuales. Solo una vez identificado el texto nos preguntaremos cuál de entre las normas de conflicto que en el instrumento que sea de aplicación se establecen sirve para identificar la ley aplicable a la responsabilidad derivada del folleto.

2. Es común al ámbito de aplicación material de los Reglamentos Roma I y Roma II que se apliquen a las obligaciones en materia civil y mercantil en las situaciones que comportan un conflicto de leyes⁴¹⁰. El

410. El tenor del art. 1.1 de los dos Reglamentos es prácticamente idéntico en este aspecto. La única diferencia se encuentra en la referencia a lo que ha de considerarse

punto de partida de la investigación es, precisamente, que la oferta pública presenta conexiones con varios ordenamientos, luego se trata de situaciones que comportan un conflicto de leyes. Así lo señalamos en la Introducción a esta Segunda Parte del trabajo. Por lo tanto, no nos vamos a detener en esta cuestión.

No plantea tampoco especiales dificultades entender que en los casos que estudiamos están en juego obligaciones en materia civil y mercantil. Las acciones de responsabilidad civil derivada del folleto son acciones *inter privatos* en las que los inversores reclaman la indemnización de los daños sufridos frente a una serie de sujetos que han participado en la operación, *i.e.* emisor, oferente, administradores, colocadoras, etc. Es claro que se trata de materia civil y mercantil tanto, como ya señalamos, en el sentido que se otorga desde el punto de vista de las normas materiales, como también en el sentido que le ha atribuido el TJUE en su jurisprudencia relativa a las normas de Derecho internacional privado. De acuerdo con esta, no están referidos a las materias civil y mercantil los “litigios entablados entre autoridades públicas y particulares, en los que la autoridad pública haya actuado en ejercicio del poder público”⁴¹¹. Si, como decíamos, los litigios relativos a la responsabilidad civil derivada del folleto se plantean siempre entre particulares, no hace falta añadir nada más para llegar a la conclusión de que se trata de materia “civil y mercantil”. Por tanto, tampoco nos vamos a detener más en este segundo elemento.

3. Lo que tiene interés a nuestros efectos es la delimitación del ámbito de aplicación material entre uno y otro Reglamento. La demarcación entre ambos se realiza en atención a las categorías jurídicas “obligacio-

“civil y mercantil”, que en el caso de Roma I se circunscribe a “las materias fiscales, aduaneras y administrativas” y en el caso del Reglamento Roma II se extiende expresamente además, por razón de jugar en el ámbito extracontractual, a “los casos en que el Estado incurra en responsabilidad por acciones u omisiones en el ejercicio de su autoridad (*acta iure imperii*)”. Esta última previsión, que en puridad no añade nada a la anterior formulación, responde al interés de Alemania y de Austria de que se incluyera expresamente la referencia a la responsabilidad del Estado en referencia a los daños causados durante la Segunda Guerra Mundial. *Vid.* BIEHLER, G., “The limits of Rome II”, en AHERN, J./ BINCHY, W. (Eds.), *The Rome II Regulation on the law applicable to non-contractual obligations*, Martinus Nijhoff Publishers, 2009, pp.275-288, p.275.

411. *Vid.* pfo. 5 de la STJUE de 14 de octubre de 1976, asunto 29/76, *LTU Lufttransportunternehmen GmbH & Co. KG y Eurocontrol* (STJUE *Eurocontrol*), referida a la interpretación del art. 1 del Convenio de 27 de septiembre de 1968 sobre la competencia judicial y la ejecución de resoluciones judiciales en materia civil y mercantil –Convenio de Bruselas–. La interpretación de la expresión “materia civil y mercantil” que realiza el Tribunal es autónoma, *i.e.* no se hace por referencia a los ordenamientos nacionales. Como veremos, esta es la regla general en materia de interpretación de los instrumentos comunitarios en general y de los actos de DIPr en particular. Por lo que hace al Reglamento Roma II, *vid.* DICKINSON, A. *The Rome II Regulation*, Oxford, 2008, p. 263, que señala que este es de aplicación siempre que la reclamación sea *inter privatos* y por lo demás nos encontremos dentro de su ámbito de aplicación.

nes contractuales” y “obligaciones extracontractuales”. Para la determinación del texto que es de aplicación se plantea, en primer término, la necesidad de definir tales conceptos, *i.e.* se plantea un problema de interpretación. Una vez interpretados estos, se hace necesario establecer si en los supuestos de responsabilidad civil derivada del folleto surgen obligaciones contractuales o extracontractuales, para así subsumir la pretensión en una de las dos categorías jurídicas tal y como hayan sido previamente interpretadas. En definitiva, se plantea un problema de calificación. Solo en el momento en que resolvamos esta segunda cuestión sabremos qué texto es de aplicación.

4. Estas dos operaciones componen el proceso que se ha denominado proceso de calificación, entendida esta en sentido amplio. En este proceso, interpretación y calificación en sentido estricto aparecen indisolublemente unidas, de forma que se ha dicho que se trata de las dos caras de una misma moneda: una interpretación detallada y rigurosa hace la calificación de la pretensión más sencilla, y viceversa⁴¹². Aunque tradicionalmente el proceso calificador ha estado referido a la subsunción de la pretensión concreta en el supuesto de hecho de las normas de conflicto, que están constituidos por categorías jurídicas, este es igualmente necesario para el paso previo que hemos de realizar en este trabajo: la identificación del texto de aplicación en el que se contienen las normas de conflicto que habrán de ser a la postre aplicadas. Sentado esto, pasamos a referirnos a tal proceso calificador. En los dos siguientes puntos analizaremos las dos operaciones que lo componen, interpretación y calificación, separadamente.

II. LA INTERPRETACIÓN DE LOS CONCEPTOS CONTENIDOS EN LOS REGLAMENTOS

1. Consideraciones generales

1.1. Interpretación autónoma

5. La interpretación de los conceptos utilizados en los supuestos de hecho de las normas de conflicto autónomas se lleva a cabo conforme a

412. Vid. ÁLVAREZ GONZÁLEZ, S., “Artículo 12.1”, en ALBALADEJO, M./DÍAZ ALABART, S. (Dir.), *Comentarios al Código Civil y Compilaciones Forales*, T. I, Vol. 2, Editoriales de Derecho Reunidas, 1995, pp. 842-880, p. 850-855. Es más, como el mismo autor señala “toda calificación de una situación de hecho, pretensión, exigencia normativa..., que conlleve la identificación de una norma de conflicto del foro, lleva como consecuencia una interpretación (indirecta) de su ámbito de aplicación, de tal forma que las calificaciones sucesivas de distintos fenómenos coadyuvan indirectamente a perfilar el ámbito de aplicación de las normas de conflicto del foro”. Esta retroalimentación de la interpretación a través de la calificación se aprecia claramente en la jurisprudencia del TJUE que analizaremos a lo largo del capítulo.

las normas de la *lex fori*⁴¹³. El punto de partida en la interpretación de estas categorías jurídicas son las correspondientes categorías de Derecho material del foro, puesto que en cada ordenamiento existe una correspondencia conceptual entre las categorías utilizadas en el nivel material y en el nivel conflictual. Este paralelismo, no obstante, no es absoluto: en atención a la necesaria internacionalidad del supuesto estas categorías han de entenderse de forma amplia, con el fin de acomodar, en su caso, cuestiones que no se conocen como tales en el ordenamiento jurídico del foro. Han de tenerse, pues, en consideración las exigencias de las propias normas de DIPr españolas⁴¹⁴.

6. La interpretación *ex lege fori* no es adecuada cuando se trata de normas de conflicto contenidas en textos supranacionales. Especialmente cuando tienen origen en la UE. Con la adopción de los Reglamentos Roma I y Roma II se dota a la UE de unas normas de conflicto uniformes en materia contractual y extracontractual, en un afán unificador que resultaría baldío si la interpretación de los conceptos que en ellos se emplean la efectúa cada Estado miembro conforme a su propia ley. Y ello en tanto que, en tal caso, la aplicación del texto no se llevaría a cabo de forma uniforme. Esto, a su vez, alimentaría un cierto *forum shopping*. Así pues, el origen europeo de los Reglamentos exige que la interpretación de los conceptos en ellos contenidos no se haga con referencia al ordenamiento de un Estado miembro en particular sino que se lleve a cabo de forma autónoma. Esta reflexión es válida, como punto de partida, para todos los conceptos contenidos en los Reglamentos y, por ende, también, por lo que ahora nos interesa, en relación con aquellos conceptos que delimitan el ámbito de aplicación material entre ambos⁴¹⁵.

413. Vid. art. 12 Cc que establece que “la calificación para la determinación de la norma de conflicto aplicable se hará siempre con arreglo a la ley española”. No hay inconveniente para entender que la referencia a la “calificación” se hace tanto respecto al proceso de calificación como a la calificación en sentido estricto, entendida como clasificación. Vid. en este sentido ÁLVAREZ GONZÁLEZ, S., “Artículo...”, *cit.*, p. 845. También lo parece entender así BORRÁS RODRÍGUEZ, A., “Artículo 12”, en PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C./ BERCOVITZ, R./ DIEZ-PICAZO PONCE DE LEÓN, L./ SALVADOR CODERCH, P. (Dirs.), *Comentario del Código Civil*, Tomo I, Ministerio de Justicia, 1991, pp. 139-140, p. 139.

414. Vid. ÁLVAREZ GONZÁLEZ, S., “Artículo...”, *cit.*, pp.857-860. Nótese que, si bien la interpretación sobre la base de las exigencias de las propias normas de DIPr del foro ha sido denominada “interpretación autónoma”, este término en el ámbito de la UE, tal y como nos vamos a referir a él a lo largo de este capítulo, tiene un significado diferente.

415. Así lo estableció el TJUE al interpretar los conceptos de materia contractual y materia delictual o cuasidelictual a efectos del Reglamento (CE) n° 44/2001, del Consejo, de 22 de diciembre de 2000, relativo a la competencia judicial, el reconocimiento y la ejecución de resoluciones judiciales en materia civil y mercantil –en adelante Reglamento Bruselas I– o de su predecesor el Convenio de Bruselas. Como se señala en la sentencia del TJUE de 22 de marzo de 1983, 34/82, *Martin Peters Bauunternehmung GmbH y Zuid Nederlandse Aannemers Vereniging*, (STJUE Peters), pfs. 9-10, en relación con la materia contractual y en la sentencia del TJUE 27 de septiembre de 1988, 189/87, *Athanasios Kalfelis y Banco Schröder, Münchmeyer, Hengst & Co., Banco Schröder*,

7. La garantía institucional de la uniformidad a la que nos referimos corresponde en el marco de la UE al TJUE, que interpretará los conceptos contenidos en los Reglamentos en materia de DIPr a partir de las cuestiones prejudiciales de interpretación que plantean los tribunales nacionales.

8. En esta tarea interpretativa del Derecho de la UE uniforme, no se ha desarrollado un método hermenéutico especial sino que se acude, adaptándolo a las necesidades de las normas que interpretamos, a los cánones clásicos: literal, sistemático, genético-histórico y teleológico, a los que se añade el método comparatista⁴¹⁶.

9. En efecto, el punto de partida es el tenor literal de la disposición en cuestión, preferiblemente cuando tal interpretación sea reconciliable con las diferentes versiones lingüísticas del texto⁴¹⁷. A partir de esta, bien para aclarar aquello que resulta oscuro, bien para corroborar la interpretación hecha sobre la base de su tenor literal, procede atender a los demás cánones hermenéuticos.

De acuerdo con el método histórico-genético, para conocer “la voluntad del legislador”, puede ser de utilidad conocer los antecedentes inmediatos de los textos, caso de que los haya. Esto es, los convenios internacionales junto con los informes que los acompañaran. En el caso que nos ocupa solo existe un convenio predecesor en el caso de las obligaciones contractuales, el Convenio de Roma de 1980, al que acompaña un informe explicativo⁴¹⁸.

MünchKommBürgerlR, Hengst International SA, Ernst Markgraf, (STJUE Kalfelis), pfs. 15-16, en relación con la materia delictual o cuasidelictual, así como en la jurisprudencia sucesiva, esta interpretación autónoma debe realizarse teniendo presentes el sistema y los objetivos de la norma, con el fin de asegurar la plena eficacia de esta. En la doctrina *vid. inter alia* BARATTA, R., “The process of characterization in the EC conflict of laws: suggesting a flexible approach”, *Yearbook of Private International Law*, núm. 6, 2004, pp. 155-169, pp. 161-164.

416. *Vid.* sobre los cánones hermenéuticos VIRGÓS SORIANO, M./GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J., *Derecho procesal civil internacional. Litigación internacional*, Civitas, 2007, pp. 89-92. Más en particular en relación con los Reglamentos Roma I y Roma II GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J., “Hermeneutic dialogue between Rome I and Rome II”, en AAVV, *A Commitment to Private International Law. Essays in Honour of Hans Van Loon*, Intersentia, 2013, pp. 169-179, pp. 170-171.

417. *Vid.* STJUE de 6 de octubre de 1982, 283/81, *CILFIT y otras Ministero della sanità*, pfo. 18. No es, sin embargo, necesario que haya unanimidad entre todas las versiones. *Vid.* en este sentido DICKINSON, A., *The Rome II...*, *cit.*, p. 119-120, y la sentencia ahí citada STJUE C-283/94, C-291/94 y C-292/94, de 17 de octubre de 1996, *Denkavit Internationale BV, VITIC Amsterdam BV, Voormeer BV y Bundesamt für Finanzen*, pfo. 25. La realidad es, como pone de relieve el autor, que los tribunales nacionales a la hora de interpretar las disposiciones van a preferir la versión en la lengua nacional y las demás no van a ser consideradas a no ser que alguna de las partes las alegue.

418. Convenio sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales, abierto a la firma el 19 de junio de 1980 –Convenio de Roma– e Informe Giuliano/Lagarde –*Informe rela-*

La interpretación teleológica ocupa, en principio, un papel fundamental en la interpretación autónoma de los conceptos contenidos en los Reglamentos. Tanto los considerandos como los trabajos preparatorios de los textos a interpretar juegan un papel central en la determinación de los objetivos que persigue la norma en general y la disposición que se quiera interpretar en particular⁴¹⁹. En el caso de los Reglamento Roma I y Roma II, más allá de los objetivos concretos de cada disposición, es común a los dos instrumentos el objetivo general de garantizar la seguridad jurídica, que se manifiesta en este ámbito en la previsibilidad de las soluciones⁴²⁰.

En la medida en que las disposiciones que tratamos de interpretar delimitan el ámbito de aplicación de las normas cuya aplicación se trata de determinar, no es posible identificar objetivos más allá de los generales de la norma, lo que no resulta de gran ayuda en la tarea interpretativa. Por ello, cobra especial importancia la interpretación sistemática en detrimento de la teleológica. Procede, pues, atender tanto al círculo hermenéutico *ad intra* de cada norma como al círculo hermenéutico *ad extra*. Este, lo adelantamos ya, está en este caso conformado por los dos Reglamentos cuya aplicación se discute, Roma I y Roma II, y el Reglamento Bruselas I.

Por último, para completar la interpretación se puede hacer necesaria la referencia a los principios generales comunes a los ordenamientos de los Estados miembros⁴²¹.

tivo al Convenio sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales por Mario Giuliano profesor de la Universidad de Milán y Paul Lagarde profesor de la Universidad de París I, DOUE C 327, 11/12/1992, pp. 1-43-. Aun cuando existió un proyecto de convenio sobre ley aplicable a las obligaciones extracontractuales, nunca llegó a ver la luz. Efectivamente, la idea original consistía en la elaboración de un convenio que abarcara tanto las cuestiones de ley aplicable a las obligaciones contractuales como a las obligaciones extracontractuales. El 23 de junio de 1972 se presentó un anteproyecto de convenio que recogía ambas. Sin embargo, posteriormente se optó por elaborar un convenio que se circunscribiese a las obligaciones contractuales, el Convenio de Roma, y posponer la elaboración del relativo a las obligaciones extracontractuales, que no llegó a ver la luz. El sobrenombre del Reglamento "Roma II" responde precisamente a que se trata de la prolongación natural del Convenio de Roma en materia contractual.

419. Siempre que no sean inconsistentes con el texto del instrumento a interpretar y que resulten de ayuda para identificar los objetivos. *Vid.* DICKINSON, A., *The Rome II...*, cit., p. 125 y 132-133; PLENDER, R./ WILDERSPIN, M., *The European private international law of obligations*, Sweet & Maxwell, 2009, p. 35.

420. *Vid.* cdos. 16 del Reglamento Roma I y 6 del Reglamento Roma II.

421. Así lo ha señalado el Tribunal en la STJUE *Eurocontrol*, a la que ya nos hemos referido. Además, el tribunal estableció posteriormente en la STJUE de 18 de mayo de 1982, asunto 155/79, *AM & S Europe Limited y Comisión Consultiva de los Colegios de Abogados de la Comunidad Europea*, pfs. 18-28, que basta con identificar los rasgos comunes, a pesar de que existan diferencias entre ordenamientos. *Vid.* DICKINSON, A., *The Rome II...*, cit., p. 123.

1.2. Principio de continuidad de los conceptos

10. La relevancia a efectos de un instrumento de la UE de la interpretación hecha de determinados términos en otras normas de Derecho de la UE varía, esencialmente, en función de que dichos instrumentos tengan objetivos similares. En el caso que nos ocupa, el objetivo fundamental de garantía de la seguridad jurídica y de la previsibilidad de las soluciones común a los dos Reglamentos es también compartido por el Reglamento Bruselas I, que junto a estos establece el núcleo de las normas de DIPr patrimonial uniforme en la UE⁴²². De esta forma, el círculo hermenéutico de los textos que a nosotros nos ocupan lo conforman los dos Reglamentos, Roma I y Roma II, y el Reglamento Bruselas I. Ello se pone expresamente de relieve para determinar el texto que resulta de aplicación en los propios considerandos de los Reglamentos, donde se establece que la delimitación del ámbito de aplicación material debe ser coherente en los tres textos⁴²³.

11. Así pues, la jurisprudencia del TJUE con relación al Reglamento Bruselas I, o a su antecesor el Convenio de Bruselas, es relevante en la interpretación de los términos de los Reglamentos Roma I y Roma II. El punto de partida es que el significado atribuido por el TJUE a los términos contenidos en el Reglamento Bruselas I es el mismo que debemos atribuir a estos en los otros dos Reglamentos⁴²⁴. Es lo que se ha denominado “principio de continuidad de los conceptos”⁴²⁵.

12. No obstante, los paralelismos no tienen por qué ser absolutos. Caso de existir diferencias entre el Reglamento Bruselas I y los textos cuyos conceptos se quieren interpretar, este paralelismo se podría, puntualmente, poner en cuestión⁴²⁶. Por lo que a nosotros nos interesa, existen ciertas diferencias que se proyectan, fundamentalmente, sobre dos extremos.

422. Vid. LEIN, E. “The new Rome I/Rome II/ Brussels I synergy”, *Yearbook of Private international law*, Vol. X, pp. 177-189, p. 178, poniendo esta circunstancia de relieve.

423. Vid. cdo. 7 tanto del Reglamento Roma I como del Reglamento Roma II.

424. Que la interpretación de los conceptos sea autónoma, no impide que los distintos tribunales nacionales puedan llegar a resultados diferentes. Para reducir el impacto de esta posible aplicación divergente de los Reglamentos, cabe, como como hemos señalado en relación con la garantía institucional de uniformidad, plantear cuestiones prejudiciales de interpretación ante el TJUE. Nos referimos a la jurisprudencia relativa al Reglamento Bruselas I por ser esta la más abundante por no decir prácticamente la única.

425. Vid. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J., *Derecho internacional privado*, Civitas, 2012, p. 326. Como señalan CALVO CARAVACA, A.L./ CARASCOSA, *Derecho internacional privado*, Vol. II, Comares, 2011, p. 592, esta es la consecuencia que se sigue del “principio de coherencia entre los Reglamentos de la UE”.

426. Vid. *inter alia* LEIN, E. “The new Rome...”, *cit.*, pp. 195-198.

En primer lugar, el Reglamento Bruselas I emplea en su redacción dos expresiones, “materia contractual” y “materia delictual o cuasidelictual”, que no son idénticas a las utilizadas en el artículo 1 de los otros dos Reglamentos. Estos se refieren a “obligaciones contractuales” y “obligaciones extracontractuales”. Si atendemos al tenor literal, parece que la expresión utilizada en el Reglamento Bruselas I es más amplia que la de los otros dos Reglamentos. Esta mayor amplitud de la expresión se hace más evidente en otras versiones lingüísticas tales como la inglesa, que hace referencia a “matters relating to contract”. Sin embargo, como ya hemos señalado, el tenor literal es solo el punto de partida y lo relevante es la interpretación autónoma que se haga de los términos, en la que hay que partir del principio de continuidad de conceptos⁴²⁷.

En segundo lugar, el Reglamento Bruselas I, como es bien sabido, regula cuestiones de competencia judicial internacional y reconocimiento de decisiones. En este, los conceptos que hemos de interpretar se utilizan a efectos del establecimiento de dos foros especiales por razón de la materia: contractual y extracontractual –arts. 5.1 y 5.3, respectivamente–. Son conceptos que desempeñan una función interna en la dualidad norma general-norma especial, y lo hacen en función del principio de proximidad razonable⁴²⁸. Por el contrario, en los Reglamentos Roma I y II, relativos en cambio a la determinación de la ley aplicable, tienen la función de delimitar los respectivos ámbitos de aplicación, *i.e.* desempeñan un papel externo⁴²⁹.

427. Vid. PERTEGÁS, M., “The notion of contractual obligation in Brussels and Rome I”, en MEEUSEN, J./PERTEGÁS, M./ STRAETMANS, G., *Enforcement of international contracts in the European union*, Intersentia, 2004, pp. 175-190, p. 181.

428. Tal es el fundamento de la norma en materia contractual, que señala como competentes los tribunales del lugar de cumplimiento de la obligación que sirve de base a la demanda, y también en materia extracontractual, que se refiere al lugar de producción del hecho dañoso. Esta proximidad es una proximidad tanto fáctica, entre los tribunales y los elementos fácticos del litigio, como material, pues se trata de un lugar que resulta razonable para las partes, al compensar en favor del demandante el principio *actor sequitur forum rei* en supuestos previsibles para el demandado. Vid. VIRGÓS SORIANO, M./GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J., *Derecho procesal...*, *cit.*, pp. 142-143 y p. 187.

429. Vid. PERTEGÁS, M., “The notion of contractual...”, *cit.*, pp. 176-177, sobre las distintas funciones interna y externa que desempeñan los conceptos en los distintos textos. También BARIATTI, S., “Qualificazione e interpretazione nel diritto internazionale privato comunitario: prime riflessioni”, *RDIPP*, 2006, pp. 362-376, p. 363 y 372, llama la atención sobre la diferencia que existe a la hora de realizar la interpretación en función de que el concepto delimite el ámbito de aplicación de una norma o no, pues en este último caso la necesidad de aplicación uniforme es, si se quiere, mayor, y así también la necesidad de una interpretación autónoma.

2. “Materia contractual” vs “materia delictual o cuasidelictual” en la jurisprudencia del TJUE

2.1. Definición de “materia contractual” y orientaciones doctrinales

13. De acuerdo con la jurisprudencia del TJUE en relación con el Reglamento Bruselas I, las categorías “materia contractual” y “materia delictual” en el DIPr de la UE son, en principio, excluyentes. Así, cuando hablamos de interpretar los conceptos en los Reglamentos Roma I y Roma II de forma coherente significa en este punto interpretarlos de forma que los ámbitos de aplicación material de ambos no se superpongan⁴³⁰.

14. En esta definición sin superposiciones, la materia delictual se define, al menos en principio, por exclusión respecto de la materia contractual⁴³¹. De acuerdo con el TJUE la materia delictual “comprende toda demanda que se dirija a exigir la responsabilidad de un demandante y que no esté relacionada con la materia contractual”⁴³². Por ello, el análisis tiene que comenzar por el estudio de los caracteres con los que el TJUE ha definido la “materia contractual”. No obstante, una demanda en materia delictual, más allá de que “se dirija a exigir la responsabilidad de un demandante”, debe tener un contenido positivo propio. Por lo tanto, cuando no concurren los caracteres relativos a la materia contractual, o si estamos ante casos dudosos, habremos de referirnos a los rasgos más característicos de la responsabilidad delictual⁴³³.

430. Sin embargo, como señala ARENAS GARCÍA, R., “La distinción entre obligaciones contractuales y obligaciones extracontractuales en los instrumentos comunitarios de Derecho internacional privado”, *AEDIPr*, T. VI, 2006, pp. 403-425, pp. 406-407, podría haberse optado, haciendo un paralelismo con algunos Derecho nacionales, por permitir al demandante fundar su reclamación en normas de Derecho de los contratos o en normas delictuales a su elección, con la consiguiente aplicación de una u otra norma de conflicto. Por el contrario, SCOTT, A. “The scope of non contractual obligations”, en AHERN, J./BINCHY, W. (Ed.), *The Rome II Regulation on the law applicable to non-contractual obligations*, Martinus Nijhoff Publishers, 2009, pp.57-83, p. 59, entiende que sería contrario al principio de previsibilidad que ambas normas de conflicto pudieran ser aplicables para identificar la ley aplicable a una misma obligación. Por último, también se ha afirmado que en los “casos grises” en los que la calificación de la cuestión no resulta clara debería permitirse *de lege lata*, en beneficio del perjudicado, la opción calificatoria. *Vid.* CALVO CARAVACA, A.L./ CARASCOSA, *Derecho...*, cit., p. 966.

431. *Vid.* GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J., “Hermeneutic..”, cit., pp. 172-173, que se refiere a ello como principio de complementariedad: los dos instrumentos son complementarios y en principio, cuando una cuestión no se enmarca dentro de la materia contractual lo hace dentro de la delictual.

432. STJUE *Kalfelis*, pfo. 17. *Vid.* en el mismo sentido, entre otras, la STJUE de 1 de octubre de 2002, C-167/00, *Verein für Konsumenteninformation y Karl Heinz Henkel*, (STJUE *Henkel*), pfo. 36.

433. Aunque es cierto que el TJUE no lo ha afirmado de forma tan categórica, puede

15. La jurisprudencia del TJUE ha exigido, para entender que se trata de materia contractual, la existencia de un compromiso libremente asumido por una parte frente a la otra⁴³⁴. En la elaboración de esta definición han intervenido los cánones hermenéuticos a los que nos referíamos al hablar de la interpretación autónoma en general: los objetivos y la sistemática del texto así como los principios generales comunes de los ordenamientos de los Estados miembros⁴³⁵.

16. De acuerdo con el TJUE, la materia contractual comprende las obligaciones que tengan como fundamento el compromiso en sí mismo y acciones tales como las relativas a la nulidad o inexistencia del contrato⁴³⁶.

17. Más allá de esto, para concretar el contenido de la definición del TJUE es útil distinguir dos orientaciones doctrinales a cuya luz analizaremos la jurisprudencia del TJUE al respecto⁴³⁷:

(i) En primer lugar, a la hora de determinar si estamos ante una pretensión en materia contractual, se puede poner el foco en la fuente de la obligación o del deber resarcitorio que sigue de su violación. De acuerdo con este enfoque, si la obligación es de origen convencional ha de entenderse que estamos dentro de la materia contractual, pues solo en ese caso existe una obligación asumida *libremente*. Se incide

deducirse de ciertas afirmaciones en su jurisprudencia, como señalaremos con mayor grado de detalle más adelante. Este enfoque se puede encontrar en las Conclusiones, de 8 de julio de 2004, en el asunto *Engler* del Abogado General F.G. Jacobs, pfs. 55-64. Vid. asimismo DICKINSON, A., *The Rome II...*, cit., p. 248, haciéndose eco de ello.

434. La STJUE de 17 de junio de 1992, C26/91, *Jakob Handte et Cie GmbH y Traitements mécano-chimiques des surfaces SA*, (STJUE *Handte*), pfo. 15, elabora por primera vez la definición de materia contractual, que se plantea en términos negativos. Establece que “no puede ser entendido como si se refiriera a una situación en la que no existe ningún compromiso libremente asumido por una parte frente a la otra”. Vid. asimismo STJUE de 27 de octubre de 1998, C-51/97, *Réunion européenne SA y otros y Spliethoff's Bevrachtungskantoor BV*, (STJUE *Réunion européenne*), pfo. 17.

435. Vid. STJUE *Handte* pfs. 10 y 11, poniendo de relieve el papel de los objetivos y sistema del Reglamento Bruselas I y pfo. 19 en relación con los principios comunes a los ordenamientos de los Estados miembros.

436. Esta definición se ha realizado de forma coherente con la determinación del ámbito de la ley del contrato establecida en el Convenio de Roma de 1980, de forma que cuestiones tales como las consecuencias de la nulidad del contrato o la propia existencia de este quedan dentro del ámbito de la materia contractual. Vid. art. 10 del Convenio de Roma, ahora sustituido en términos idénticos por el art. 12 del Reglamento Roma I. Vid. teniendo en cuenta el Convenio de Roma la STJUE 8 de marzo de 1988, 9/87, *SPRL Arcado y SA Haviland*, en materia de consecuencias del incumplimiento contractual.

437. Vid. acerca de dichas orientaciones con más referencias BERTOLI, P., “La definizione dell'ambito di applicazione del Regolamento Roma I: criteri generali e responsabilità precontrattuale”, BOSCHIERO, N. (Dir.), *La nuova disciplina comunitaria della legge applicabile ai contratti (Roma I)*, G. Giappichelli Editore, 2009, pp. 227-246, pp. 236-239; FRANZINA, P., “La responsabilità precontrattuale nello spazio giudiziario europeo”, *Riv Dir Int*, núm. 3, 2003, pp. 714-745, pp. 718-721.

con ello en la primera parte de la definición realizada por el TJUE. Por el contrario, si su origen es legal, *i.e.* se deriva de la infracción de normas jurídicas, estaríamos fuera del ámbito contractual y, en consecuencia, nos encontraríamos –al menos en principio– en el ámbito delictual. Esta interpretación de la definición ha encontrado un amplio predicamento en la doctrina⁴³⁸. El TJUE ha utilizado expresamente este criterio en su jurisprudencia, si bien de una forma algo confusa, como pondremos de relieve a lo largo del siguiente epígrafe.

(ii) En segundo lugar, para delimitar el ámbito de la materia contractual frente a la delictual, se puede poner el foco en el carácter del deber de conducta violado y distinguir en función de que se trate de un deber *erga omnes* o un deber establecido en el marco de una relación específica. De conformidad con este enfoque, para entender que nos encontramos ante materia contractual es necesario que el deber violado tenga un carácter relativo, circunscrito a una relación concreta –con independencia de que esté fundado en la ley– en tanto que solo así se tratará de un compromiso asumido *por una parte frente a otra*. Por el contrario, serán delictuales aquellos supuestos en que el deber de conducta no se deriva de tal vínculo específico entre personas determinadas. Nótese, pues, que esta segunda orientación a la que nos referimos hace hincapié en el segundo de los aspectos que el TJUE ha incluido en su definición de materia contractual: la asunción de un compromiso por *una parte frente a la otra*, frente a la asunción *libre*, que era el punto relevante en la orientación anterior⁴³⁹.

2.2. La jurisprudencia del TJUE a la luz de las orientaciones anteriores

18. Se puede hacer una lectura de gran parte de la jurisprudencia del TJUE en clave de la segunda de las orientaciones que acabamos de señalar, aquella que enfatiza el marco en el que se produce la conducta: la violación de deberes cualificados por una relación específica entre las partes. Vamos a centrarnos en las sentencias más relevantes para ilustrar la cuestión.

19. La STJUE *Handte*, en la que se estableció por primera vez la definición a la que nos referimos, afirma que la acción ejercitada por el subadquirente frente al fabricante de un producto no tiene naturaleza contractual, en tanto que este último no ha asumido libremente un compromiso frente al primero. El núcleo del razonamiento del Tribunal pivo-

438. Vid. BERTOLI, P., “La definizione...”, *cit.*, pp. 236-237; MANKOWSKI, P., “Section 2: Special jurisdictions”, en MAGNUS, U./ MANKOWSKI, P. (Eds.), *Brussels I Regulation*, Sellier, 2007, pp. 88- 230, p.123.

439. Vid. en este sentido FRANZINA, P., “La responsabilità...”, *cit.*, pp. 719 y ss., con más referencias.

ta sobre la idea de que, en la medida en la que el fabricante no asume obligación contractual alguna frente al subadquirente, cuya identidad y domicilio puede legítimamente ignorar, la aplicación del foro especial del artículo 5.1 no es previsible para el demandado. Así, resultaría contrario al objetivo de seguridad jurídica que persigue la norma que pudiera ser demandado ante este⁴⁴⁰. Recuérdese que, de acuerdo con el artículo 5.1, se puede interponer la demanda en el lugar de cumplimiento de la obligación que sirve de base a esta. En supuestos como el de este caso, puede ser legítimamente desconocido por un demandado que no ha establecido relación directa con el demandante. A nuestro modo de ver, esta sentencia se explica mejor desde la segunda de las orientaciones por cuanto lo relevante para la decisión del Tribunal parece ser que el fabricante no adquirió compromiso alguno frente al demandante. En principio, la fuente de la obligación no parece relevante⁴⁴¹.

20. Por su parte, la STJUE en el asunto *Tacconi* interpreta por primera vez la expresión “materia contractual” en el marco de una acción por responsabilidad precontractual, una de las figuras cuya clasificación el ámbito contractual o delictual plantea mayores dificultades⁴⁴². En aquel supuesto, una sociedad reclamaba frente a otra sociedad la indemnización de los daños y perjuicios sufridos por la ruptura injustificada de las negociaciones previas. La particularidad del caso estriba en que la demandante y la demandada no habían iniciado los tratos previos, cuya ruptura dio posteriormente lugar a la pretensión resarcitoria, sino que la demandada había roto las negociaciones con una tercera sociedad con la que, en este caso sí, la demandante había celebrado un contrato. En efecto, la sociedad Tacconi –demandante– celebró un contrato de *leasing* con una sociedad de arrendamiento financiero, con el consentimiento de otra sociedad, HWS –demandada–. Posteriormente, HWS inició negociaciones con la contraparte contractual de Tacconi en el contrato de *leasing* con el fin de concluir un contrato de compraventa de una maquinaria destinada a ser el objeto de dicho contrato de *leasing*. De ahí el interés de Tacconi en la celebración del contrato entre estos dos sujetos.

Pues bien, el TJUE estima que no hay una obligación libremente asumida de una parte frente a la otra, luego hay que entender que supuestos de este tipo quedan englobados en el concepto de materia delictual o

440. Vid. pfos. 18 a 21 de STJUE *Handte*.

441. Vid. FRANZINA, P., “La responsabilità...”, *cit.*, pp. 725-726. Sin embargo, vid. pfo. 16 de las Conclusiones del Abogado General F.G. Jacobs, presentadas el 8 de abril de 1992, en el asunto *Handte*, en las que se dice que a la responsabilidad delictual “se la puede definir como la responsabilidad civil que resulta del incumplimiento de una obligación impuesta por la Ley independientemente de cualquier acuerdo entre las partes”. Por lo tanto, parece inclinarse por poner el foco en la fuente de la obligación.

442. STJUE de 17 de septiembre de 2002, C-334/00, *Fonderie Officine Meccaniche Tacconi SpA y Heinrich Wagner Sinto Maschinenfabrik GmbH* (STJUE *Tacconi*).

cuasidelictual del artículo 5.3. Para llegar a esta conclusión señala que “la obligación de reparar el perjuicio supuestamente derivado de una ruptura injustificada de las negociaciones únicamente puede resultar de la infracción de normas jurídicas, en particular de las que obligan a las partes a actuar de buena fe en las negociaciones encaminadas a la celebración de un contrato”⁴⁴³. En una primera lectura de esta afirmación, puede parecer que la clave de la interpretación del Tribunal en este supuesto es que la obligación deriva de la infracción de normas jurídicas, de forma que el elemento relevante para delimitar la materia contractual frente a la delictual sería la fuente de las obligaciones en disputa.

No obstante, se puede poner en cuestión esta conclusión si tenemos en cuenta otra de las afirmaciones de la sentencia, que ha sido retomada por el TJUE en decisiones posteriores: de acuerdo con el Tribunal, la aplicación del artículo 5.1 no exige la celebración de un contrato, siempre que sea posible la identificación de una obligación⁴⁴⁴. Si no es necesario que las partes hayan celebrado un contrato para que la obligación quede comprendida dentro de la materia contractual, resulta complicado entender que la clave en la delimitación de esta respecto de la materia delictual sea la fuente de tal obligación. En ausencia de contrato, difícilmente la obligación puede tener origen consensual. En cambio, es posible explicar la afirmación de la no necesidad de un contrato a efectos del artículo 5.1 a la luz de la segunda de las orientaciones. De acuerdo con esta, lo que resulta relevante es que la obligación en cuestión se haya asumido frente a la otra parte. Así, se da cabida en el ámbito de la materia contractual, por ejemplo, a supuestos de ruptura injustificada de las negociaciones en que, por definición, no hay contrato, siempre que la acción se ejercite frente a la que estaba llamada a ser la contraparte contractual. En esos casos podría entenderse que existen deberes de conducta específicos frente a la otra parte, *i.e.* un deber de buena fe en el desarrollo de los tratos previos. Naturalmente, también explica la conclusión alcanzada por el Tribunal en este asunto, en el que, recuérdese, la parte demandante que solicita la indemnización por ruptura injustificada de las negociaciones lo hace en relación con las negociaciones que llevaban a cabo otros dos sujetos. Por lo tanto, ha de concluirse que tal acción no está comprendida en la materia contractual⁴⁴⁵.

443. Pfo. 25 de la STJUE *Tacconi*.

444. Pfo. 22 de la STJUE *Tacconi*. Nótese que es esencial que se pueda identificar una obligación por cuanto la competencia del órgano jurisdiccional nacional se determina *ex art.* 5.1 en función del lugar en el que hubiere sido o debiere ser cumplida la obligación que sirva de base a la demanda.

445. *Vid.* en este mismo sentido FRANZINA, P., “La responsabilità...”, *cit.*, p. 731 y pp. 734-35. Cuestión distinta es la traslación que el legislador de la UE ha hecho de esta construcción al ámbito conflictual. *Vid.* con detalle sobre esta cuestión *infra* núms. 33-34.

21. Otra sentencia de interés a estos efectos es la dictada por el Tribunal en el asunto *Engler*⁴⁴⁶. En este supuesto, un consumidor recibió un correo en su domicilio, que le fue dirigido personalmente, en el que se le aseguraba que había obtenido un premio, para cuya aceptación solamente debía hacer una solicitud de prueba sin compromiso de los productos ofertados por el profesional. No obstante, en la letra pequeña de la información recibida se aclaraba que no se había ganado tal premio sino que la aceptación simplemente daba derecho a participar en un sorteo. Tras haber realizado la solicitud de prueba y no haber recibido el premio, el consumidor demandó al profesional. Excluida la aplicabilidad del artículo 13 en materia de contratos de consumo, el tribunal se pronuncia sobre la aplicación del artículo 5.1⁴⁴⁷.

Según señala el TJUE, aun en ausencia de un contrato, puede entenderse que la pretensión ejercitada versa sobre materia contractual. Y ello porque es posible determinar una obligación jurídica libremente consentida, por iniciativa del profesional, frente a un consumidor al que designa nominalmente como ganador del premio. Es llamativo el esfuerzo que hace el Tribunal en esta decisión para convencer de que el compromiso asumido por el profesional relativo al premio es un compromiso *libremente consentido*, cuando se trata de un supuesto en el que el profesional no tenía intención alguna de facilitar el premio al consumidor⁴⁴⁸. Cuestión distinta es que posteriormente la legislación que resultara aplicable pudiera establecer la obligación de que lo entregara⁴⁴⁹. Por lo tanto, a nuestro modo de ver, puede afirmarse que el elemento consensual, a pesar de lo que afirma el Tribunal, no concurre en este

446. STJUE de 20 de enero de 2005, C-27/02, *Petra Engler y Janus Versand GmbH* (STJUE *Engler*).

447. El art. 13 del Convenio de Bruselas regulaba la competencia judicial internacional en materia de contratos de consumo y para su aplicación se establecían una serie de requisitos, uno de los cuales no se cumplía en estos supuestos: que efectivamente se hubiera celebrado un contrato entre el profesional y el consumidor. *Vid.* STJUE *Engler*, pfs. 35-43.

448. El Tribunal, siguiendo al Abogado General, señala que “el profesional no tuviera verdaderamente la intención de dar el premio prometido al destinatario de su envío carece de importancia” (pfo. 59). Según ponía de relieve el Abogado General, en su opinión la inclusión de la aclaración en la letra pequeña de que realmente el consumidor destinatario del correo no había ganado premio alguno, no hacía más que abundar en la idea de que existe contrato, en la medida en que se hace necesario examinar esta letra pequeña (pfo. 48).

449. El Abogado General no es, sin embargo, de esta opinión. De acuerdo con su criterio, en este supuesto el compromiso es voluntario y “las obligaciones que deriven de él no vienen, como tales, impuestas por la ley. La disposición legal no la constituye sino que se limita a permitir la exigencia de su cumplimiento” (pfo. 42). Para reforzar la conclusión relativa al carácter consensual de la obligación, señala que el mero hecho de que el premio deba ser solicitado, previa aceptación de unas condiciones, implica aceptación de la promesa en sí y el nacimiento de una relación bilateral característica del ámbito contractual (pfs. 45-46).

supuesto que sí ha sido considerado, sin embargo, contractual a efectos del artículo 5.1⁴⁵⁰. De ello se sigue que el punto relevante de la definición, descartado que se trate de una obligación asumida de forma libre, es que se trata de una conducta que se produce en el marco de una relación entre dos sujetos determinados. De esta manera, esta decisión solamente se puede explicar sobre la base de la segunda de las orientaciones que hemos propuesto.

Esta conclusión se ve corroborada por el tenor del fallo del tribunal. En este se afirma que una de las claves para entender que se trata de materia contractual es que una de las partes “con el fin de incitar al consumidor a celebrar un contrato, le hubiera remitido nominalmente un envío que podía dar la impresión de que se le atribuiría un premio en cuanto remitiera el «bono de pago» incluido en dicho envío”. De esta manera, el punto de partida es que un sujeto haga una remisión *nominal* del envío, iniciando con ello una relación frente a otro sujeto. Esta se completa, de acuerdo con el fallo, con la exigencia de que “el consumidor acepte las condiciones estipuladas por el vendedor y reclame efectivamente el pago del premio prometido” –que, recordemos, el profesional no tenía intención alguna de abonar–. Esta es, digámoslo así, la “segunda pata” necesaria para el nacimiento de las obligaciones entre las partes: que el consumidor se dé por enterado y solicite aquello a lo que quizás pueda tener derecho *ex lege*, pero no desde luego porque otro sujeto consintiera en darle. Así pues, en la medida en que existe un comportamiento en un contexto en que dos partes determinadas asumen deberes más allá de los generales del tráfico jurídico, el Tribunal entiende que la pretensión se enmarca en la materia contractual del artículo 5.1.

450. Nótese que la sentencia en el asunto *Engler* aborda una cuestión similar a la que se planteó en la STJUE de 11 de julio de 2002, C-96/00, *Rudolf Gabriel*, si bien en aquel caso el consumidor, a diferencia de lo ocurrido en el asunto *Engler*, sí había llegado a celebrar un contrato con el profesional. En efecto, en aquel supuesto el cobro del premio estaba supeditado a la realización de un pedido que el consumidor hizo, sin recibir posteriormente el premio a cambio. El Tribunal entendió en aquel supuesto que el contrato celebrado por el consumidor con el fin de cobrar el premio era un contrato de consumo a efectos del art. 13 y que la acción ejercitada, mediante la que se solicitaba el pago del premio, estaba tan estrechamente relacionada con el contrato que era aconsejable que conociera de ellas el mismo tribunal (pfos. 54-58). Aunque tampoco en este caso se puede decir que hubiera un compromiso libremente asumido, por cuanto tampoco el profesional tenía ninguna intención de facilitar el premio, los motivos que en este caso llevaron a esta solución son diferentes. El TJUE entiende que la pretensión relativa al contrato y la relativa al premio se encuentran indisolublemente asociadas, de forma que resulta adecuado que conozca de ellas el mismo tribunal. A esta conclusión se ha de llegar, a su modo de ver, con más razón en el caso de los contratos de consumo. Como señala el Abogado General F.G. Jacobs en las Conclusiones, presentadas el 13 de diciembre de 2001, en el asunto *Gabriel*, una interpretación distinta del art. 13 sería contraria al objetivo de protección del consumidor (pfos. 44-45).

2.3. Conclusión y problemas pendientes de solución

22. De lo que hemos puesto de relieve hasta ahora, se sigue que la primera aproximación –que se refiere al origen legal o convencional de la obligación– no puede explicar todas las decisiones del TJUE, mientras que la segunda –que pone el foco en el contexto, relación específica o no, en el que se produce el comportamiento– puede dar una fundamentación razonable a todas ellas. Por esta razón, y a pesar de que en ocasiones el tenor literal de lo afirmado por el Tribunal pueda llevar a confusión, entendemos que esta orientación es más adecuada para interpretar el sentido de la definición dada a la expresión “materia contractual”.

23. No obstante, esta posición no está exenta de problemas. El principal de ellos es la amplitud de la definición, que puede englobar supuestos de muy diverso tipo y, en cualquier caso, muchos más supuestos que una definición basada en la fuente, convencional o legal, de la obligación⁴⁵¹. Cuáles son los límites de la definición no resulta claro, pues la construcción realizada por el TJUE casuísticamente no abarca el suficiente número de supuestos como para delimitar razonablemente el concepto. Un aspecto que sí deriva claramente de la jurisprudencia, es que se ha limitado la materia contractual a las partes que lo eran originariamente del contrato. En principio se puede afirmar que el Tribunal ha promovido una observancia estricta del principio de relatividad de los contratos⁴⁵², con la única excepción de los supuestos de subrogación⁴⁵³. Por tanto, la

451. También llega a esta conclusión FRANZINA, P., “La responsabilità...”, *cit.*, pp. 720-721.

452. Además del caso *Handte* al que nos hemos referido, puede encontrarse una aproximación similar *inter alia* en el asunto *Réunion européenne* en relación con la demanda interpuesta por una aseguradora –subrogada en la posición de una empresa que había recibido un cargamento en malas condiciones a resultas del transporte– frente a quien se estimaba ser el verdadero transportista de las mercancías, pero que no figuraba en el conocimiento de embarque. Dado que este no permitía acreditar la existencia de un vínculo entre las dos partes, se concluye que no se trata de materia contractual. *Vid.* pfs. 19-20 de la STJUE *Réunion européenne*. En este mismo litigio, además de aquel a quien se consideraba el verdadero transportista, se había demandado al sujeto que había emitido el conocimiento de embarque. El Abogado General pone de relieve en sus Conclusiones a este respecto que solo estamos ante materia contractual si existe un compromiso libremente asumido pero no entre cualquier parte sino entre el demandante y el demandado. Así, el que existiera un contrato relativo al asunto, como era el caso, no era suficiente pues no vinculaba al demandante y al demandado. *Vid.* Conclusiones del Abogado General F.G. Jacobs, presentadas el 24 de febrero de 2005. Sobre esta decisión del TJUE *vid.* CRESPO HERNÁNDEZ, A., “Delimitación entre materia contractual y extracontractual en el Convenio de Bruselas: implicaciones en orden a la determinación de la competencia judicial internacional”, *Diario La Ley*, núm. 6, 1998, pp. 2178-2181. *Vid.* por otra parte PERTEGÁS, M., “The notion of contractual...”, *cit.*, pp. 177-178, poniendo de relieve el peso del principio de la relatividad de los contratos en la definición del TJUE.

453. *Vid. inter alia* STJUE de 5 de febrero de 2004, C-265/02, *Frahuil SA y Assitalia SpA*;

exclusión de la materia contractual de las obligaciones derivadas de contratos en cadena parece fuera de duda.

24. A nuestro juicio, la gran incógnita que queda por despejar en este ámbito, atendiendo a esta orientación que se centra en el marco en el que se produce el comportamiento con el fin de determinar si supone o no la violación de deberes de conducta cualificados por una relación específica entre las partes, es qué ocurre en los supuestos de ofertas *ad incertam personam*. En efecto, si asumimos que la clave para la calificación de una obligación como contractual reside en el hecho de que se trata de un comportamiento que se produce en el marco de una relación específica entre las partes, que asumen deberes de conducta que van más allá de los generales del tráfico, cabe preguntarse qué sucede en los casos en los que: (i) una parte lanza una oferta al público, *i.e.* una oferta a un círculo abierto de personas que, por tanto, no están identificadas, y posteriormente (ii) se ejercita una acción de responsabilidad por incumplimiento de una obligación relativa a tal oferta por parte de alguno de los sujetos que finalmente han aceptado esta⁴⁵⁴.

25. Como punto de partida procede recordar la afirmación del TJUE relativa a la posibilidad de que existan obligaciones en materia contractual en ausencia de un contrato entre las partes, de la que habíamos inducido que el elemento esencial de la materia contractual a efectos del artículo 5.1 radica en lo que podemos denominar el “marco relacional” en el que nacen los deberes de conducta. En los supuestos a los que nos referimos ahora, por el contrario, existe un contrato que vincula a las partes en la demanda. Si la existencia de tal contrato es suficiente para entender que cualquier obligación derivada de la oferta es contractual, el análisis se podría dar por cerrado. No es esta, sin embargo, nuestra posición. A nuestro modo de ver, en la medida en que el elemento esencial para determinar si una obligación está comprendida dentro de la materia contractual es su carácter “relacional”, *i.e.* que los deberes de conducta violados surjan de la específica relación entre las partes, de la misma manera que puede existir una obligación de este tipo en ausencia de un contrato, puede haber obligaciones que no tengan tal carácter existiendo este. Dicho de otra manera, las obligaciones comprendidas en la materia contractual del artículo 5.1 existen *con independencia* de la existencia de un contrato: aunque haya un contrato no se puede descartar que exista

VIRGÓS SORIANO, M./GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J., *Derecho procesal ...*, cit., p. 147-148.

454. Nótese a este respecto el énfasis puesto en el fallo de la STJUE *Engler* en el hecho de que el profesional en aquel caso se dirigiera nominalmente al consumidor, como primer paso necesario para que surgiera la obligación que el Tribunal calificaría de contractual. Por ello, cabe legítimamente preguntarse por la solución en los supuestos en los que no se conozca las identidades de las potenciales contrapartes.

una obligación de naturaleza delictual derivada de violación de deberes de conducta no cualificados por el vínculo entre las partes.

26. Si seguimos con este razonamiento, en el caso de las ofertas *ad incertam personam* el encuadre contractual ha de hacerse depender de que los deberes de conducta, de cuya violación surge la responsabilidad, se asuman frente a esos potenciales destinatarios y no se trate de deberes de conducta, como puede ocurrir en supuestos de oferta al público en determinados ámbitos, que se impongan *erga omnes*. En la gran mayoría de los supuestos de ofertas *ad incertam personam*, los deberes de conducta se asumen frente a los potenciales destinatarios, vengán tales deberes impuestos legalmente, caso típico de la contratación con consumidores, o no. El deber de proporcionar una información correcta, información que tiene como fin incitar a la contratación y sobre la base de la cual se forma la voluntad de realizar esta, se asume frente a los sujetos con los que posteriormente se celebrará el contrato⁴⁵⁵. Por lo tanto, se tratará de obligaciones

455. La naturaleza contractual o no de las acciones de daños por incumplimiento de la información proporcionada por el oferente en la contratación estandarizada se explica mucho mejor incidiendo en el marco relacional en el que surge el deber de conducta que haciéndolo sobre la fuente de esta. En muchos supuestos, sobre todo en el caso de la contratación con consumidores, esta vendrá exigida por la legislación aplicable con el fin de proteger a la parte débil en la contratación. Su fuente será, por tanto, legal y no convencional, cuando resulta evidente a la luz de las consideraciones anteriores que los deberes de conducta violados son, en todo caso, asumidos frente a los destinatarios de la oferta y tales acciones deben entenderse comprendidas, por tanto, en la materia contractual. Además, atender a la fuente de la obligación plantea un segundo problema. Nos obliga a determinar la naturaleza de la oferta para saber si las obligaciones derivadas de ella tienen naturaleza contractual o no. Dichas obligaciones sólo estarán comprendidas en la materia contractual cuando se trate de una manifestación negocial de voluntad idónea para hacer surgir derechos y obligaciones entre las partes. Pues bien, esto solo es posible cuando la oferta sea una auténtica oferta contractual y no cuando la oferta sea una mera *invitatio ad offerendum*. De ahí que, por ejemplo, en las Conclusiones en el asunto *Gabriel*, pfo. 34, se haga referencia –si bien únicamente haciéndose eco de la posición de la Comisión– a la oferta realizada en aquel caso por el profesional como auténtica oferta en sentido contractual, y no mera *invitatio*, pues de ello se hacía –en su opinión– depender que se pudiera enmarcar la pretensión dentro de la materia contractual. La respuesta a la cuestión en Derecho comparado no es clara, lo que añade un elemento de complejidad adicional al análisis. En cualquier caso, a nuestro modo de ver, que se trate de un mera *invitatio ad offerendum* no excluye la naturaleza contractual, pues esta *invitatio* puede formar parte de los tratos previos entre las partes en el marco de los cuales es posible que surjan obligaciones contractuales. *Vid.* sobre la naturaleza jurídica de las ofertas *ad incertam personam* en Derecho comparado ILLMER, M., “Contract (Formation)”, en BASEDOW, J./ HOPT J. K./ ZIMMERMANN, R. (Eds.), *Max Planck Ecylopaedia of European Private Law*, Vol I, Oxford University Press, 2012, pp. 378- 383, p. 379. En Derecho español la doctrina mayoritaria se inclina por presumir que se trata de auténticas ofertas contractuales. *Vid. inter alia* DÍEZ-PICAZO, L., *Fundamentos...*, cit., p. 336; GÓMEZ LAPLAZA, M.C., “Artículo 1262”, en ALBADALEJO, M./ DIAZ ALABART, S., *Comentarios al Código Civil y Compilaciones Forales*, T. XVII, Eder-sa, 1993, pp. 48-154, p.98; VALPUESTA FERNÁNDEZ, R., “Artículo 1262”, en CAÑIZARES LASO, A./ DE PALO CONTRERAS, P./ ORDUÑA MORENO, J./ VALPUESTA FERNÁNDEZ, R. (Dirs.), *Código Civil comentado*, Vol. III, Civitas, 2011, pp. 632-638, p. 634.

comprendidas dentro de la materia contractual. Esta solución es acorde con el objetivo de previsibilidad de las soluciones que persigue el artículo 5.1 tal y como se define en el asunto *Handte*, por cuanto, aun sin conocer quién será el destinatario, el oferente conoce el lugar de cumplimiento de las obligaciones, que es el criterio utilizado por este foro especial.

No obstante, como adelantábamos, puede haber casos en los que la conclusión sea diferente: son aquellos en los que las obligaciones de información, de cuya violación deriva la obligación de resarcir, no se asumen frente a la contraparte contractual sino que desempeñan una función de interés público: el comportamiento del oferente no “se debe” a la futura contraparte contractual sino al mercado por motivos de interés general. Un ejemplo de ello son los deberes de información financiera en el marco de las ofertas públicas de valores.

2.4. Materia delictual o cuasidelictual

27. Como adelantamos, el TJUE ha entendido que la materia delictual o cuasidelictual se refiere a toda demanda que se dirija a exigir la responsabilidad de un demandante y que no esté relacionada con la materia contractual. Por tanto, el punto de partida es la definición por exclusión: hemos de descartar que se trate de una demanda comprendida dentro de la materia contractual antes de afirmar que lo está en el ámbito delictual.

28. No obstante, la materia delictual, además de definirse negativamente, tiene un contenido propio, que va más allá de la enunciación del Tribunal que se refiere a las “demandas dirigidas a exigir responsabilidad”. Ha sido el propio TJUE quien en algunos asuntos presentados ante él ha afirmado, si se quiere indirectamente, la existencia de este contenido positivo. Tal ha sido el caso, por ejemplo, cuando ha entendido en el ámbito del Reglamento Bruselas I que las acciones no comprendidas en la materia contractual tampoco lo han de estar necesariamente en la materia delictual. Esto es, no todas las acciones gozan de un foro especial por razón de la materia. En la sentencia en el asunto *Reichert* el Tribunal afirmó que una acción pauliana no estaba comprendida dentro del artículo 5.3⁴⁵⁶. Señaló para fundamentar la afirmación, de un lado, que el objeto de la acción no es obtener la condena del deudor a pagar los daños causados por su acto fraudulento, contrariamente a lo que, parece entender el TJUE, es el objeto esencial de una acción en materia delictual; de otro lado, que la demanda se dirigía frente al beneficiario del acto dispositivo, del que no se exige la mala fe cuando el acto se hubiera realizado a título gratuito⁴⁵⁷.

456. STJUE de 26 de marzo de 1992, C-261/90, *Mario Reichert, Hans-Heinz Reichert, Ingeborg Kockler y Dresdner Bank AG* (STJUE *Reichert*), pfo. 19. Se trata de una materia para la que, al no haberse previsto foro especial en el art. 5, se debe acudir al foro general del art. 2..

457. STJUE *Reichert*, pfo. 19.

29. En cualquier caso, y aunque algunas acciones excluidas de la materia contractual puedan no estar comprendidas en la materia delictual, lo cierto es que esta última ha sido interpretada de forma amplia por el TJUE. Tómese como ejemplo de ello la Sentencia en el asunto *Henkel* en el que el Tribunal entendió comprendida en esta categoría la acción de cesación ejercitada por una asociación de consumidores frente a un empresario en relación con la utilización de cláusulas abusivas. El TJUE afirma que el artículo 5.3 es de aplicación no solo en los casos en los que se sufre un perjuicio a título individual sino también cuando, como en este caso, es el ordenamiento jurídico el que sufre un menoscabo como consecuencia del uso de cláusulas abusivas, resultado que la asociación de consumidores tiene encomendado evitar⁴⁵⁸. Como señala el Abogado General, la clave para entender que esta acción estaba referida a la materia delictual, mientras que la acción pauliana no, es que en aquel caso cabía dirigirse frente a un tercero –el beneficiario–, que no había cometido ningún acto ilícito, pues en caso de actos dispositivos realizados a título gratuito no era necesario que este hubiera actuado de mala fe⁴⁵⁹.

30. Más allá de esto, el Tribunal y los Abogados Generales en sus conclusiones han sido muy cautelosos a la hora de elaborar una definición general de la materia delictual⁴⁶⁰. Solo recientemente, en las conclusiones en el asunto *Engler*, el abogado general F.G. Jacobs se ha referido a determinados rasgos que son típicamente propios de las acciones en materia delictual. Entre estos se encuentran que la responsabilidad se fundamente en la infracción de una norma jurídica, que se alegue un daño o perjuicio sufrido y que el tribunal valore, a la hora de establecer el montante indemnizatorio, tanto el daño sufrido como la gravedad del acto ilícito, si bien el elemento central es por lo general el indemnizatorio⁴⁶¹. Estos rasgos, unidos a los señalados por el TJUE en el análisis de algunos de los asuntos presentados ante él a los que ya nos hemos referido, serán de ayuda en la calificación de los casos más dudosos.

458. STJUE *Henkel*, pfo. 42.

459. Conclusiones del Abogado General F.G. Jacobs, presentadas el 14 de marzo de 2002, en el asunto *Henkel*, pfo. 40.

460. En las Conclusiones del Abogado General J.-P. Warner, presentadas el 8 de octubre de 1980, asunto, 814/79, se afirma que “nadie ha llegado a formular, ni siquiera en el contexto de cualquier ordenamiento jurídico nacional, una definición exacta que no plantee una o varias cuestiones. Al igual que el elefante del proverbio, es más fácil reconocer el delito o el cuasidelito que definirlo”. Posteriormente, esta cita será retomada en diversas conclusiones de asuntos posteriores para justificar que no se proporcione una definición en materia delictual. *Vid. inter alia* las Conclusiones del Abogado General M. Darmon, presentadas el 15 de junio de 1988, en el asunto *Kalfelis*, pfo. 20, y las Conclusiones en el asunto *Henkel*, pfo. 31.

461. Conclusiones del Abogado General F.G. Jacobs, presentadas el 8 de julio de 2004, en el asunto *Engler*, pfs. 55-64.

3. Traslación de las conclusiones anteriores a los Reglamentos Roma I y Roma II

31. Como ya afirmamos, de acuerdo con el principio de continuidad de los conceptos, la delimitación de la expresión “materia contractual” frente a la expresión “materia delictual o cuasidelictual” es extrapolable a las expresiones equivalentes en los Reglamentos Roma I y II. Solamente razonamientos puntuales utilizados por el TJUE no encuentran acomodo claro en la delimitación de los ámbitos de aplicación de las normas de conflicto. Un ejemplo de ello es uno de los fundamentos de la decisión en el asunto *Handte*, que hace referencia a la imposibilidad del demandado de prever los tribunales ante los que podrá ser demandado de entenderse que son contractuales las obligaciones que derivan de una cadena de contratos. Y ello, por cuanto, recuérdese, el foro especial del artículo 5.1 está referido al lugar de cumplimiento de la obligación que sirve de base a la demanda. Pues bien, este problema no se plantea de la misma manera en el ámbito conflictual por cuanto no es tal la conexión utilizada⁴⁶².

Otro ejemplo lo encontramos en la afirmación del Tribunal de que determinadas acciones no son ni contractuales ni delictuales y, por tanto, el demandante no dispondrá de alternativa frente al foro general. Esta aproximación no es, en principio, extrapolable al ámbito de la ley aplicable, pues la materia contractual y extracontractual cumple en este ámbito una función de delimitación de los respectivos ámbitos de aplicación. No lo es salvo que entendamos que alguna acción queda excluida de ambos instrumentos, lo que si no se halla en alguno de los supuestos expresamente excluidos del ámbito de aplicación material de alguna de las dos normas no debe aceptarse. Por lo tanto, la interpretación de las expresiones contenidas en el Reglamento Bruselas I y en los Reglamentos Roma I y II puede no ser perfectamente coincidente en estos supuestos.

32. Únicamente procede añadir algún elemento a la –menos trabada– delimitación de los contornos de la materia extracontractual. Atenderemos para ello a las cuestiones incluidas dentro del ámbito de aplicación del Reglamento Roma II y a la definición de la cuestión que en él se incluye. El concepto de obligaciones extracontractuales ha de interpretarse de forma autónoma, de manera tal que abarque tanto los hechos dañosos como el enriquecimiento injusto, la *negotiorum gestio* y la *culpa in contrahendo*⁴⁶³. De la sistemática del Reglamento puede deducirse que

462. Algunos autores han entendido por este motivo que el que las partes no coincidan con las partes originarias del contrato no debería ser un factor decisivo para excluir que se trate de materia contractual a efectos conflictuales. *Vid.* CRESPI REGHIZZI, Z. ““Contratto” e “illecito”: la qualificazione delle obbligazioni nel Diritto internazionale privato dell’Unione Europea”, *RDIPP*, núm. 2, 2012, pp.317-340, pp. 327-328, y los autores ahí citados.

463. El cdo.11 señala que las obligaciones extracontractuales han de ser objeto de in-

existen dos grandes categorías de obligaciones extracontractuales: las que se derivan de hechos dañosos y las relativas a hechos distintos de un hecho dañoso, que comprende enriquecimiento injusto, *negotiorum gestio* y *culpa in contrahendo*⁴⁶⁴.

33. La inclusión de la responsabilidad precontractual de forma global dentro del Reglamento Roma II es reflejo de la interpretación hecha por el TJUE de esta cuestión en la sentencia en el asunto *Tacconi* en el ámbito del Reglamento Bruselas I. Según señalamos, el Tribunal entendió que una reclamación para solicitar la indemnización de los daños derivados de la ruptura injustificada de las negociaciones estaba comprendida en al ámbito del artículo 5.3. Como se recordará, aquel supuesto presentaba la particularidad de que el demandante solicitaba una indemnización por la ruptura de las negociaciones que el demandado llevaba a cabo con un tercero. Por la particularidad del caso no parece errado afirmar que la decisión del TJUE no pretendía establecer una solución general para la responsabilidad precontractual sino una para el caso concreto. Esto es, no pretendía afirmar con carácter general la naturaleza delictual de la responsabilidad precontractual.

34. En el ámbito conflictual, el legislador ha optado por incluir la responsabilidad precontractual de forma global en el Reglamento Roma II pero incluyendo una norma de conflicto que, en primer término, remite a la ley aplicable, o que habría sido aplicable, al contrato. Por lo tanto, aun estando formalmente incluida dentro del ámbito extracontractual, finalmente la norma de conflicto aplicable es la contenida en el Reglamento Roma I. Esta solución parece adecuada para la mayor parte de los supuestos de *culpa in contrahendo* si atendemos a la interpretación que hemos hecho de la materia contractual y extracontractual. En la inmensa mayoría de los casos de responsabilidad precontractual, aun cuando no llegue a existir contrato, los deberes surgen de una relación específica entre las partes, luego se enmarca dentro del ámbito contractual. Así, la solución del legislador para la *culpa in contrahendo* parece adecuada. Solamente supuestos más o menos marginales como el del asunto *Tacconi*, en que no existe tal relación cualificada entre las partes, deberían haber quedado al margen de la aplicación de la *lex contractus*.

interpretación autónoma y que esta ha de incluir las obligaciones extracontractuales basadas en la responsabilidad objetiva. El art. 2.1 define de forma indirecta el concepto de obligaciones extracontractuales cuando establece que “se entenderá por «daños» todas las consecuencias resultantes de un hecho dañoso, el enriquecimiento injusto, la gestión de negocios o la *culpa in contrahendo*”.

464. Como señala el cdo. 29, las normas son distintas en uno y otro caso: el Capítulo II establece las normas en el caso de los hechos dañosos –una regla general y una serie de reglas especiales– y el Capítulo III para los casos restantes sin introducir una regla general.

La inclusión de la *culpa in contrahendo* de forma global en el Reglamento Roma II a través de una regla especial que remite, también de forma global, al Reglamento Roma I, se puede deber bien a una mala lectura del legislador de la decisión en *Tacconi*, bien a la voluntad de simplificar la calificación en esos supuestos⁴⁶⁵.

35. La interpretación del concepto *culpa in contrahendo*, que es autónoma, debe incluir, al menos, la ruptura de los tratos contractuales y la violación del deber de información. Además, para hallarse dentro del ámbito de aplicación de la norma especial, es necesario que la obligación extracontractual se derive directamente de los tratos previos. En ese caso, resulta de aplicación la regla especial que, como adelantábamos, remite en primer término a la ley aplicable al contrato –o la ley que habría sido aplicable al contrato de haberse este celebrado– determinada conforme al Reglamento Roma I⁴⁶⁶. Por lo tanto, aunque se afirma la naturaleza delictual de la responsabilidad precontractual a efectos de la determinación del texto aplicable, Reglamento Roma I o Roma II, lo cierto es que a continuación la norma especial contenida señala en primer término como aplicable la ley que rige el contrato.

465. La doctrina ha entendido que la expresión utilizada en la STJUE *Tacconi*, pfo. 27, “en circunstancias como las del asunto principal...”, pone de relieve que no pretendía el Tribunal alcanzar conclusiones generales acerca de la calificación de la responsabilidad precontractual. *Vid. inter alia* poniendo de relieve esta cuestión VOLDERS, B., “Culpa in contrahendo in the conflicts of laws. A commentary on article 12 of the Roma II Regulation”, *Yearbook of Private international Law*, Vol. 9, 2007, pp. 127-135, p. 130. Sin embargo, la Comisión parece haber hecho una lectura diferente de la decisión del TJUE, cuando afirma que la inclusión de la *culpa in contrahendo* de forma global en el Reglamento Roma II “reflejó la línea seguida por la jurisprudencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas en el marco del Convenio de Bruselas de 1968 –reemplazado por el Reglamento 44/2001–, según el cual, las obligaciones de ese tipo deben considerarse extracontractuales”. *Vid.* COM/2006/0566 def., de 27 de septiembre de 2006. Por otra parte, BERTOLI, P., “La definizione...”, *cit.*, p. 243, se inclina por entender que la inclusión global de la responsabilidad precontractual en el Reglamento Roma II es una opción práctica que previene problemas de coordinación.

466. Art. 12.1 del Reglamento Roma II. No obstante, si tal ley no se pudiera identificar, el apdo. 2 del mismo artículo establece que será de aplicación la ley del lugar de producción del daño o la ley de la residencia habitual común de las partes, si esta existe en el momento de producción del hecho generador del daño, salvo que del conjunto de las circunstancias se derive que la obligación presenta vínculos manifiestamente más estrechos con otro país distinto de los anteriores, en cuyo caso se aplicará la ley de tal país.

III. CALIFICACIÓN DE LAS NORMAS DE RESPONSABILIDAD CIVIL DERIVADA DEL FOLLETO

1. Consideraciones generales

36. Una vez interpretados de forma autónoma los conceptos jurídicos de obligaciones contractuales y extracontractuales a efectos de los Reglamentos Roma I y Roma II, se plantea en cuál de los dos conceptos podemos subsumir la responsabilidad derivada del folleto. Y ello con el fin de determinar qué texto resulta de aplicación para la identificación de la ley aplicable a esta. Según pusimos de relieve, entendemos por responsabilidad civil derivada del folleto aquella que surge en supuestos en los que de la vulneración de las normas de información recogidas en el régimen del folleto se deriva un daño financiero para los inversores, fruto de la depreciación de los valores adquiridos en la oferta al saberse de la falsedad de la información proporcionada con carácter previo⁴⁶⁷.

37. A efectos de calificación, estos hechos –publicación de un folleto con información falsa o incompleta, adquisición de los valores por inversores sobre la base de tal folleto, depreciación de los valores y consiguiente daño financiero para los inversores– no se pueden entender si no es en relación con un ordenamiento jurídico que los dote de sentido. Aunque se diga que la calificación se hace con relación a “hechos”, no se puede obviar la referencia a un determinado sistema legal que los configure jurídicamente⁴⁶⁸. Así pues, el objeto de la calificación puede entenderse que son los hechos expresados en términos de determinado ordenamiento jurídico, que configura la relación jurídica en cuestión⁴⁶⁹.

38. Como se sigue de lo anterior, el primer paso en la calificación es el análisis del problema ante el que nos hallamos, para lo que se hace necesario considerar el Derecho conforme al que se ha formulado la pretensión.

467. Estos son los rasgos generales de la responsabilidad civil derivada del folleto que se siguen del análisis de Derecho comparado que realizamos en el Capítulo Segundo, *vid. supra* núms. 29-92.

468. *Vid.* en este sentido *inter alia* ARENAS GARCÍA, R., “La distinción...”, *cit.*, pp. 420 y 422-423; DICKINSON, A., *The Rome II...*, *cit.*, pp. 151-152; LIPSTEIN, K., “Chapter 5: Characterization”, en LIPSTEIN, K. (Ed.), *International Encyclopedia of Comparative Law*, Vol. III, *Private International Law*, Mohr Siebeck, 1999, p. 3.

469. En realidad, como señala ÁLVAREZ GONZÁLEZ, S., “Artículo...”, *cit.*, pp. 874-877, no hay acuerdo sobre el objeto de la calificación, que la doctrina entiende que puede ser la situación de hecho, la pretensión, la exigencia normativa, etc.; en su opinión los actores son los que determinan el objeto de calificación a través de sus pretensiones informadas jurídicamente, que denomina “proyecto jurídico” o “cuestión jurídica”. *Vid.* BARATTA, R., “The process...”, *cit.*, pp. 156-157, poniendo de relieve la misma circunstancia y optando por la expresión “the legal relationship as alleged and introduced by the parties”, al igual que LIPSTEIN, K., “Chapter 5...”, *cit.*, p. 4.

A continuación, cuando son de aplicación las normas de conflicto autónomas, la legislación del foro determina su clasificación. Esto es, se está a la naturaleza que la *lex fori* atribuya a la cuestión⁴⁷⁰. En efecto, de forma paralela a lo que señalábamos en relación con la interpretación, cuando las normas de conflicto cuya aplicación se pretende son autónomas, la calificación se hace conforme a la *lex fori*⁴⁷¹. Sin embargo, como también señalamos al hablar de la interpretación, esta opción no resulta adecuada en el ámbito de la UE, dado que afectaría a la aplicación uniforme de los textos: la calificación podría variar en función del lugar de presentación de la demanda y con ello se podría alimentar un cierto *forum shopping*. Por lo tanto, no puede ser relevante a la hora de calificar la naturaleza que otorgue la *lex fori* a ese tipo de pretensiones.

39. En relación con las normas de conflicto de la UE, el tribunal parte para la calificación de la relación jurídica planteada por el demandante de acuerdo con determinado ordenamiento jurídico que, naturalmente, es posible que finalmente no resulte aplicable. Este ordenamiento jurídico solamente proporciona los datos. A continuación el tribunal atiende al concepto jurídico contenido en la norma de conflicto tal y como ha sido interpretado por el TJUE, pues es este el que señala cuáles de esos datos son relevantes para proceder a la subsunción. Esto es, los datos que nos proporciona el ordenamiento jurídico conforme al que se formula la pretensión solo son relevantes para la identificación en ellos de los caracteres que la interpretación autónoma ha establecido que conforman –en nuestro caso– la materia contractual/extracontractual⁴⁷². La natura-

470. En términos de CARRILLO SALCEDO, J.A., *Derecho internacional privado. Introducción a sus problemas fundamentales*, Tecnos, 1985, pp. 276-277, la calificación se divide en dos fases. Una primera de análisis, en la que es necesario acudir al Derecho extranjero conforme al que se haya formulado la cuestión con el fin de acotar el problema que se presenta. La segunda fase es de decisión, en la que, sobre la base de lo concluido en la fase anterior, se clasifica el supuesto en una de las normas de conflicto. En esta aproximación, referida a las normas de conflicto autónomas, la segunda fase se realiza conforme a las categorías de la *lex fori*. Por su parte, ÁLVAREZ GONZÁLEZ, S., "Artículo...", *cit.*, p. 878, señala que la ley extranjera conforme a la que se ha formulado la cuestión "puede (y debe) ser tenida en cuenta para la correcta comprensión del *lazo que une situación y pretensión*" y a partir de aquí calificar conforme a los criterios de la ley española.

471. Las dos tesis clásicas en la calificación son la calificación *lege fori* y la calificación *lege causae*. La mayor parte de los ordenamientos han optado como regla general por la calificación conforme a la *lex fori*, caso por ejemplo del ordenamiento español (art. 12 Cc). Esta ha sido también la opción preferida por la doctrina. *Vid.* por todos ÁLVAREZ GONZÁLEZ, S., "Artículo...", *cit.*, pp. 862-864, la crítica a la calificación *ex lege causae* y p.864 y ss. sobre la calificación *ex lege fori*.

472. *Vid.* en un sentido similar PERTEGÁS, M., "The notion of contractual...", *cit.*, p. 185; SCOTT, A. "The scope...", *cit.*, pp. 58-59. Otros autores, aun entendiendo que la calificación debe hacerse de forma autónoma, incorporan diversos matices. *Vid.* AUDIT, M., "L'interprétation autonome du droit international privé communautaire", *Journal du Droit International*, 3/2004, pp. 789-816, pp. 813, que aboga abiertamente por un sistema

leza de la cuestión de acuerdo con esa ley nacional es por completo irrelevante.

A partir de aquí habremos de comprobar que el resultado alcanzado sea conforme con el objetivo que la norma de conflicto aplicable trata de alcanzar y, en último término y solo con el fin de confirmar el resultado alcanzado, lo contrastaremos con la solución dada de acuerdo con los principios generales comunes de los Estados miembros.

40. En las páginas que siguen realizaremos este análisis para el caso que ocupa este trabajo: nos referiremos a las características de hecho de las situaciones que dan lugar típicamente a la responsabilidad civil derivada del folleto en los mercados de los Estados miembros y a la configuración jurídica que hacen sus ordenamientos jurídicos de la cuestión. El objetivo es identificar los rasgos propios bien de las obligaciones contractuales bien de las extracontractuales tal y como los hemos definido previamente. Ello nos permitirá determinar cuál de los dos textos es de aplicación.

de calificación *lege commune* que, de acuerdo con el autor, el TJUE ya está empleando en su jurisprudencia, si bien por su falta de completitud entiende que al final conduce de nuevo inevitablemente a la aplicación de la *lex fori*. De entre la jurisprudencia citada en ese trabajo se puede señalar como ejemplo de ello la STJUE de 15 de mayo de 2003, C-266/01, *Préservatrice foncière TIARD SA y Staat der Nederlanden*, en que el tribunal califica un supuesto para subsumirlo en el concepto de “materia civil y mercantil” tal y como había sido interpretado por el Tribunal en otras ocasiones y decidir así la aplicación del Convenio de Bruselas. El Tribunal señala que “a efectos de aplicar estos principios en un asunto como el litigio principal, es preciso identificar la relación jurídica que existe entre las partes del litigio y analizar el fundamento y las modalidades de ejercicio de la acción entablada”. Señala a continuación que el órgano judicial remitente hizo únicamente referencia a un contrato de fianza, cuyo rasgo se han de definir de acuerdo con “los principios generales que se deducen de los sistemas jurídicos de los Estados contratantes” (pfs. 23-27). En estos identifica el Tribunal los caracteres de la interpretación autónoma de la “materia civil y mercantil” y se pronuncia sobre la aplicación del Convenio. Una aproximación similar ha utilizado el Tribunal en la jurisprudencia a la que ya nos hemos referido en relación con la materia contractual y extracontractual, en la que, como ARENAS GARCÍA, R., “La distinción...”, *cit.*, 423, ha puesto de relieve, muchas veces más que una interpretación autónoma el Tribunal lo que hace es directamente una calificación autónoma, sin haber hecho de forma previa una construcción general de los conceptos de obligación contractual y extracontractual. Esta situación genera, desde su punto de vista, una gran inseguridad jurídica, que lleva a este autor a abogar por una calificación *de lege causae*, sin renunciar a la interpretación autónoma como garantía de aplicación uniforme de los textos. Por su parte, DICKINSON, A., *The Rome II...*, *cit.*, p. 154, señala que generalmente la calificación será posible simplemente atendiendo a los hechos presentados por las partes y que sólo en supuestos “límite” la tarea se complica y hay que atender a la ley putativamente aplicable y a los principios generales de los Estados miembros.

2. Sobre su calificación contractual

41. En la medida en que, como hemos señalado, el concepto de obligaciones extracontractuales se define de forma residual, el punto de partida será la identificación en los supuestos de responsabilidad civil derivada del folleto de los rasgos propios de las obligaciones contractuales en el DIPr de la UE. Se trata de determinar si en estos supuestos existe un acuerdo libremente asumido entre las partes. Este, tal y como lo hemos entendido, exige que el deber de conducta de cuya violación surge la obligación de resarcir sea un deber que, con independencia de su fuente legal o convencional, esté cualificado por el vínculo entre las partes.

42. Empecemos, pues, volviendo brevemente sobre los elementos esenciales de los supuestos de responsabilidad civil derivada del folleto. El hecho que da lugar a la responsabilidad conforme a todos los ordenamientos a los que nos hemos referido es la difusión de un folleto con información engañosa de forma previa al lanzamiento de una OPV, sobre cuya base el inversor adopta la decisión de inversión.

La práctica más habitual en los mercados internacionales es que el emisor, previa publicación del folleto, distribuya los valores en la OPV a través de una pluralidad de intermediarios financieros que actúan como oferentes en esta. Así, los inversores adquirentes en el mercado primario lo hacen generalmente de un sujeto distinto del emisor. Por el contrario, en los mercados españoles, y en cierta medida también en los italianos, es más habitual que el oferente sea el emisor, de forma que inversor y emisor quedan contractualmente obligados. Los inversores que adquieren durante el plazo de validez del folleto en el mercado secundario lo hacen siempre de sujetos distintos del emisor u oferente: celebran contratos de compraventa con los inversores que han adquirido previamente de los intermediarios o de otros inversores⁴⁷³.

Por otra parte, es común a todos los sistemas legales analizados que el círculo de potenciales responsables por un folleto engañoso sea amplio. En el ámbito de la UE, responden del contenido del folleto, por imperativo de la Directiva de Folletos, al menos el emisor, el oferente y, en su caso, el garante. Más allá de ello, responden típicamente los administradores del sujeto de los dos anteriores que resulte responsable, los intermediarios financieros, los auditores y otros sujetos que hayan asumido responsabilidad por el contenido del folleto. Por su parte, la legitimación activa para el ejercicio de la acción de indemnización de los daños y perjuicios corresponde no solamente al inversor que adquiere directamente de la oferta sino también a aquel que lo hace en el mercado secundario durante el plazo de validez del folleto⁴⁷⁴.

473. *Vid. supra* en el Capítulo Primero los gráficos en los núms. 56, 57 y 64.

474. *Vid. supra* Capítulo Segundo núms. 53-58 sobre el régimen de responsabilidad civil

43. Como fácilmente se advierte de las consideraciones anteriores, de entre todos los sujetos que pueden ser partes en la acción de responsabilidad, un compromiso libremente asumido, tal y como lo hemos entendido en este trabajo, puede existir únicamente entre el inversor adquirente en el mercado primario y el oferente. No así en todos los demás supuestos posibles, *i.e.* entre este inversor y los demás sujetos potencialmente responsables –emisor, intermediarios, etc.– o entre el inversor adquirente en el mercado secundario y todos los sujetos responsables, incluido el oferente. Recuérdese que para entender una obligación comprendida en la materia contractual, de acuerdo con la interpretación del TJUE, aun sin ser imprescindible la existencia de un contrato que vincule a las partes, sí es necesario que la relación entre estas sea directa⁴⁷⁵. En este caso, relación directa solamente existe entre el oferente y el inversor primer adquirente. En todos los demás supuestos podemos descartar que las obligaciones que surjan como consecuencia del daño causado por el folleto engañoso tengan la consideración de obligaciones contractuales a efectos de la aplicación del Reglamento Roma I. Por lo tanto, la pregunta que se plantea es si en el caso de la acción que ejercite el adquirente en el mercado primario frente al oferente la obligación de este último tiene naturaleza contractual.

44. Para valorar esta opción, se hace necesario tener en cuenta, en primer término, que las OPVs son ofertas dirigidas a un círculo abierto de destinatarios, *i.e.* son ofertas *ad incertam personam*⁴⁷⁶. Como señalamos al respecto a la hora de interpretar la expresión “materia contractual”, aun siendo los destinatarios desconocidos, en gran parte de los casos el deber de conducta, de cuya violación se deriva el daño y la obligación de indemnizar, es un deber de conducta cualificado por la relación entre las partes. Se trata de deberes de conducta asumidos *frente a la otra parte*. No es este, sin embargo, el caso en las OPVs.

45. En el régimen del folleto, el oferente tiene la obligación de proporcionar una información a la que hemos denominado contractual, referente a la oferta propiamente dicha –valores que se ofertan, precio, método de adjudicación de estos, plazos, etc.– e información sobre la situación económico-financiera del emisor. Es la violación del deber de información financiera el que genera, en su caso, la responsabilidad⁴⁷⁷. Esta información financiera, que se proporciona de forma previa al lanzamiento de la

derivada del folleto. En particular, *vid.* gráfico en Capítulo Segundo núm. 58.

475. *Vid. supra* núm. 23.

476. *Vid supra* Introducción a la Primera Parte núm. 2 en relación con la definición de oferta pública.

477. *Vid supra* Capítulo Segundo núms. 36-46.

OPV, está dirigida al mercado para garantizar la correcta formación de los precios. Aunque formalmente la información busca, entre otras cosas, la protección del inversor al garantizar que adopte una decisión de inversión informada, la realidad es que los datos contenidos en el folleto son de difícil evaluación para un inversor minorista: este recibe la protección a través del precio, que refleja la información una vez procesada por los operadores sofisticados quienes, a diferencia del inversor minorista, sí tienen las herramientas para hacerlo⁴⁷⁸. Por ello, se puede afirmar que la información que el oferente tiene la obligación de proporcionar se dirige al mercado y no a la que será su contraparte contractual, por lo que no puede entenderse que se trate de un compromiso asumido libremente de una parte frente a la otra, como exige la jurisprudencia del TJUE para afirmar la existencia de una obligación contractual.

46. Prueba de que de la violación de tal deber de información no deriva una obligación contractual es que el mismo régimen de responsabilidad es de aplicación cuando el demandante es el inversor adquirente en el mercado primario y cuando lo es el inversor adquirente en el mercado secundario; la posición del primer y de los sucesivos adquirentes respecto del folleto es la misma⁴⁷⁹. En efecto, la función que desempeña la información, y la responsabilidad en su papel de *enforcement* de esta, es en todos los casos de la misma naturaleza: esencialmente busca la protección del mercado. Por eso la posición de los diferentes inversores es similar *vis á vis* el folleto y por este motivo no podemos entender que la obligación frente al inversor primer adquirente tenga naturaleza contractual tal y como hemos interpretado el concepto.

47. Esta conclusión se ve reforzada por tres elementos adicionales:

En primer lugar, el artículo 6.4 d) del Reglamento Roma I excluye de las normas de conflicto específicas para contratos de consumo “las obligaciones que constituyan los términos y condiciones que regulan la emisión, la oferta de venta al público...de valores negociables”. Los términos y condiciones de las OPVs a los que hace referencia el artículo 6.4 d) son, de acuerdo con el considerando 29, “las condiciones que regulan, entre otros, la asignación de valores negociables o de las participaciones, los derechos en caso de exceso de suscripciones, los derechos de revocación y asuntos similares en el contexto de la oferta”. Por lo tanto, forman parte de la denominada información contractual contenida en el folleto. Esta información, a la que se alude expresamente en el Reglamento Roma I, ya hemos afirmado que no es relevante para que surja la responsabilidad que en este trabajo estudiamos. De la ausencia de mención de la información de cuya violación nace, en su

478. *Vid. supra* Capítulo Segundo núms. 7, 16 y 50, especialmente.

479. *Vid.* GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J., “The law applicable...”, *cit.*, p. 451.

caso, la responsabilidad derivada del folleto, podemos deducir que esta cuestión queda fuera de su ámbito de aplicación⁴⁸⁰.

A esta conclusión nos lleva también el objetivo de política legislativa que subyace en la exclusión del artículo 6.4 d): garantizar que los términos sean uniformes entre el emisor y cualquier inversor porque no es viable que las condiciones varíen en función de la residencia habitual de cada inversor, toda vez que la oferta tiene que ser un producto estandarizado. En este mismo sentido, el considerando 29 añade “asegurando de esta forma que todos los aspectos contractuales importantes de una oferta que sean vinculantes para el emisor o el oferente estén regidos por una ley única”. Por el contrario, las consecuencias dañosas de una información financiera incorrecta no afectan a esta estandarización⁴⁸¹. En definitiva, esta mención pone de relieve qué supuestos relacionados con las OPVs pretende cubrir el Reglamento y, por exclusión, cuáles considera ajenos a su ámbito de aplicación por no ser materia contractual, *i.e.* la responsabilidad derivada del folleto.

En segundo lugar, si entendiésemos que la responsabilidad derivada del folleto tiene naturaleza contractual y el texto aplicable es, en consecuencia, el Reglamento Roma I, sería de aplicación la regla general de la norma. Por lo tanto, la ley aplicable sería la ley elegida por las partes, que es la ley elegida por el emisor en el folleto. Y ello por cuanto tendríamos que entender que el supuesto se enmarca dentro de la exclusión del artículo 6.4 d), en contra de toda lógica, como se sigue de lo que hemos afirmado en el párrafo precedente⁴⁸². El resultado es que sería

480. *Vid.* sobre contratos financieros en el Reglamento Roma I y, en particular, sobre la exclusión del art. 6.4 d) GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J. “The Rome I Regulation: Exceptions to the Rule in Consumer Contracts and Financial Instruments”, *Journal of Private International Law*, Vol. 5, 2009, pp. 85-105; LEHMANN, M., “Financial instruments”, en LIEBLE/ FERRARI (Eds.), *Rome I Regulation*, European Law Publishers, 2009, pp. 85-98; VILLALTA, F. C., “La legge applicabile alla negoziazione di strumenti finanziari nel Regolamento Roma 1”, en BOSCHIERO, N. (Ed.), *La nuova disciplina comunitaria della legge applicabile ai contratti (Roma I)*, G. Giappichelli Editore, 2009, pp. 417-442.

481. *Vid.* EINSELE, D., “Internationales...”, *cit.*, p. 34.

482. Recuértese que el inversor, al menos el que adquiere en el mercado primario, se puede entender que tiene la condición de consumidor a efectos del art. 6 del Reglamento Roma I en materia de contratos de consumo. Para la aplicación de esta disposición es necesario que se trate, de un lado, de un “contrato celebrado por una persona física para un uso que pueda considerarse ajeno a su actividad comercial o profesional («el consumidor»)” y, de otro lado, que se trate de lo que se ha denominado un consumidor pasivo. El inversor destinatario de la OPV reúne, en la mayor parte de los casos, ambos requisitos. En relación con la definición que se recoge en el propio artículo, que exige que se trate de una persona física que adquiera para un uso ajeno a su actividad profesional, esta es muy similar a la definición de consumidor a efectos de la aplicación de la normativa española material de consumo, como ya hemos señalado, *vid. supra* Capítulo Cuarto nota núm. 404. Esta establece que son consumidores a sus efectos “las personas físicas o jurídicas que actúan en un ámbito ajeno a una actividad empresarial o profesional”. Por lo tanto, las conclusiones que alcanzamos sobre la relación entre

potencialmente aplicable la ley de cualquier país del mundo, lo que entraría en contradicción con la función institucional de la responsabilidad⁴⁸³.

En tercer lugar y último lugar, es común a las normas materiales de los Estados miembros entender que el fundamento de la reclamación de responsabilidad derivada del folleto no es contractual⁴⁸⁴. También en el plano de los conflictos de leyes era común a los Estados miembros cuyas legislaciones hemos analizado excluir una calificación contractual e inclinarse más por una calificación extracontractual para la aplicación de las normas de conflicto autónomas⁴⁸⁵.

3. Sobre su calificación extracontractual y un posible encuadre como *culpa in contrahendo*

48. Una vez descartada la calificación contractual, y en la medida en que las obligaciones extracontractuales se definen por exclusión, hemos de entender que la responsabilidad derivada del folleto recibe una calificación extracontractual. Por tanto, es de aplicación el Reglamento Roma II para identificar la ley aplicable a esta⁴⁸⁶.

la categoría de consumidor a efectos de la aplicación de la normativa española y de inversor al que se dirige la OPV son extensibles a la categoría de consumidor del Reglamento Roma I: aunque la categoría de consumidor no coincide exactamente con la categoría de inversor minorista de la Directiva de Folletos es muy poco probable que el inversor al que se dirige la OPV no tenga la condición de consumidor a efectos del Reglamento Roma I. Por lo que respecta a la condición de “pasivo” del consumidor el inversor adquirente en una OPV también va a cumplir, en la gran mayoría de los casos, este requisito, en tanto que el inversor minorista suele adquirir valores en el mercado doméstico. Sin embargo, la inclusión del art. 6.4 d) impide la aplicación de las normas del contrato de consumo a los inversores en el marco de una OPV.

483. Vid. TSCHÄPE, P./KRAMER, R./ GLÜCK, O., “Dire Rom II-Verordnung...”, *cit.*, p. 667.

484. Vid *supra* Capítulo Segundo núm. 65.

485. Vid. ARONS, T., “All roads lead to Rome: Beware of the consequences! The law applicable to prospectus liability claims under the Rome II Regulation”, *Nederlands Internationaal Privaatrecht*, no.4, 2008, pp. 481-487, p. 482; OULDS, M. K., “Prospekthaftung bei grenzüberschreitenden Kapitalmarkt-transaktionen”, *WM*, núm. 34, 2008, pp. 1573-1620, p. 1577; RINGE, W.-G./ HELLGARDT, A., “The international...”, *cit.*, p.14-16 y p. 22; VON HEIN, J., “Die Internationale...”, *cit.*, p. 375-378.

486. Como ya señalamos, a nuestro modo de ver esta es una de las diferencias entre la definición de la materia contractual y delictual a efectos del Reglamento Bruselas I y la definición a efectos conflictuales. En efecto, estos conceptos en los Reglamentos Roma I y II delimitan los ámbitos de aplicación respectivos, de manera que en este caso cualquier obligación que no sea contractual debemos entender que es extracontractual, salvo que se trate de una de las cuestiones expresamente excluidas del ámbito de aplicación del Reglamento Roma II. Vid. *supra* núm. 31 De las exclusiones nos ocuparemos en el Capítulo Sexto, *vid.* núms. 1-17.

49. Esta conclusión se ve confirmada por la identificación en todos los ordenamientos analizados de gran parte de los rasgos a los que nos hemos referido previamente que han sido propuestos como típicamente propios de las obligaciones extracontractuales. La responsabilidad civil derivada del folleto surge por la infracción de una norma jurídica –el deber de información establecido en las normas nacionales de trasposición de la Directiva de Folletos– y requiere la alegación de un perjuicio, *i.e.* es necesario que el inversor adquirente sobre la base de un folleto engañoso sufra un perjuicio –la depreciación de los valores adquiridos– como consecuencia de las nuevas informaciones relativas a la situación económica y financiera del emisor.

50. Aunque el objeto de este apartado es la calificación de la cuestión para la determinación del texto aplicable, vamos a ir un paso más allá y vamos a referirnos a la posibilidad de que la responsabilidad derivada del folleto se pueda subsumir en una de las reglas especiales establecidas en el Reglamento Roma II, la referida a la *culpa in contrahendo*, en la medida en la que el resultado al que llevaría la aplicación de esta norma sería similar al de la aplicación del Reglamento Roma I. Y ello aun cuando esto suponga adelantar que no nos encontramos dentro del ámbito de alguna de las exclusiones del artículo 1.2 del Reglamento Roma II.

51. Según hemos señalado, la interpretación que hay que hacer del concepto de *culpa in contrahendo* es autónoma⁴⁸⁷. Por lo que a nosotros nos interesa, abarca la violación del deber de información y exige que la responsabilidad derive directamente de los tratos previos a la celebración de un contrato. Pues bien, la responsabilidad derivada del folleto, si bien se sigue de la violación de un deber de información, no se puede entender que derive directamente de los tratos previos. Como pusimos de relieve al referirnos a una posible calificación contractual de la responsabilidad, la información que conforme a la normativa se ha de proporcionar está dirigida, en puridad, al mercado. La protección de la formación de la voluntad, que es uno de los objetivos de la información, se logra a través de la difusión de la información en el mercado, que se refleja en una corriente inversora y en el precio, y no se dispensa directamente a determinados sujetos con los que se pretende contratar. En este sentido, los sujetos potencialmente responsables no mantienen tratos previos con los inversores, ni siquiera en aquellos casos en los que el sujeto responsable ha llegado a celebrar un contrato con el inversor. Por lo tanto, no existe en ningún momento la relación especial de confianza entre unos sujetos que desde el punto de vista de algunos sistemas le-

487. *Vid.* en la doctrina española específicamente sobre la responsabilidad precontractual en el Reglamento Roma II ARENAS GARCÍA; R., “La regulación de la responsabilidad precontractual en el Reglamento Roma II”, *AEDIPr*, T. VII, 2007, pp. 315-339.

gales justifica el nacimiento de determinados deberes, cuya violación da lugar a responsabilidad precontractual⁴⁸⁸.

52. Naturalmente, el que de conformidad con los ordenamientos jurídicos de algunos de los Estados miembros la naturaleza jurídica de la responsabilidad derivada del folleto sea precontractual no resulta significativo a efectos conflictuales. La razón fundamental es, por supuesto, que lo único relevante para la calificación es la interpretación autónoma de los conceptos hecha en la UE y la determinación de los rasgos propios de esta en la relación jurídica objeto de calificación. Pero es que, además, la atribución de tal naturaleza a la responsabilidad derivada del folleto en el nivel material en esos ordenamientos responde a determinadas particularidades de sus legislaciones, en que de no entenderse que tienen tal naturaleza se produciría un déficit de protección al inversor. Y esta es una problemática que en el plano conflictual no se presenta.

Un ejemplo de lo que afirmamos se puede encontrar en los ordenamientos español y alemán. Según pusimos de relieve en su momento, parte importante de la doctrina alemana había señalado que la responsabilidad civil derivada del folleto tenía naturaleza precontractual. Ello respondía a la necesidad de una solución ante la ausencia de una cláusula general de responsabilidad extracontractual que garantizara que los inversores lograran indemnización en supuestos de este género. Una explicación similar, por lo que hace a la dificultad para lograr una indemnización por parte de los inversores, encuentra la construcción en clave precontractual de la responsabilidad derivada del folleto en la doctrina española. Antes de la entrada en vigor del régimen de responsabilidad *ad hoc*, esta construcción tenía la virtud de otorgar a los inversores, a través de la aplicación del régimen de responsabilidad contractual, una protección superior a la que otorgaba el régimen de responsabilidad extracontractual, cuyas reglas de carga de la prueba hacían muy difícil que en estas circunstancias el inversor pudiera lograr una indemnización.

La traslación de estas construcciones al plano del conflicto de leyes no se justifica, puesto que la protección del inversor no se encuentra en cuestión con la aplicación de las normas de conflicto en materia extracontractual. Y la aplicación de estas resulta, como señalamos, más natural⁴⁸⁹. Al fin y al cabo se trata de una responsabilidad que, al menos en parte, busca prevenir la violación de unos deberes de información que cumplen, más allá de la función individual de protección del inversor,

488. Vid. TSCHÄPE, P. / KRAMER, R./ GLÜCK, O., "Die Rom II-Verordnung...", *cit.*, pp. 662-663.

489. Como se ha dicho, la responsabilidad derivada del folleto, que se refiere a una información que se dirige a un círculo abierto de personas, es estructuralmente delictual. Vid. EINSELE, D., "Internationales...", *cit.*, p. 26.

una función supraindividual de protección del mercado, *i.e.* una función eminentemente institucional⁴⁹⁰.

53. Esta conclusión se ve reforzada por el hecho, ya puesto de relieve, de que era común a todos los Estados miembros, incluidos aquellos en los que la naturaleza precontractual se ha predicado en el nivel material, que la responsabilidad se calificara como extracontractual para la identificación de la norma de conflicto aplicable⁴⁹¹.

54. En definitiva, la responsabilidad civil derivada del folleto recibe una calificación extracontractual, de forma que el Reglamento Roma II es de aplicación para identificar la ley aplicable⁴⁹². Por motivos similares a los esgrimidos para rechazar una calificación contractual, hay que descartar una calificación como *culpa in contrahendo* que llevaría al mismo resultado que la aplicación del Reglamento Roma I⁴⁹³.

490. Como señala MOURA VICENTE, D., "Precontractual liability in private international law: a portuguese perspective", *RechtsZeitschrift*, Vol. 67, 2003, pp. 699-725, pp. 710-712, en relación con la situación previa a la elaboración del Reglamento Roma II, la aplicación de las normas de conflicto en material extracontractual procede en el caso de deberes de conducta precontractuales "that are likely to cause the kind of social unrest and costs that tort rules seek to prevent and to repress". Define estos deberes de conducta como "certain duties of disclosure which, besides protection of private interests, aim at guarding public interest such as the regular and transparent functioning of markets, fair competition and stability of prices" En esos casos, la aplicación de las normas de conflicto en material extracontractual viene exigida por la naturaleza de los valores protegidos por las normas que imponen la responsabilidad. En nuestra opinión, es claro que tal es el caso de la responsabilidad civil derivada del folleto.

491. *Vid. supra* núm. 47. Es así, en particular, en el caso de Alemania. Como señala RINGE, W.-G./HELLGARDT, A., "The international...", *cit.*, p. 22, no hay razones para pensar que con la elaboración del Reglamento Roma II la calificación deba variar.

492. Llega a esta misma conclusión la doctrina mayoritaria. *Vid. inter alia* EINSELE, D., "Internationales...", *cit.*, p. 26; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J. "The law applicable...", *cit.*, p. 451; JUNKER, A., "Der Reformbedarf...", *cit.*, p. 261; MANKOWSKI, "Finanzverträge...", *cit.*, p. 116; VON HEIN, J., "Die Internationale...", *cit.*, p. 378; WEBER, C., "Internationale Prospekthaftung...", *cit.*, pp. 1582-1584.

493. *Vid. inter alia* descartando expresamente esta posibilidad GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J. "The law applicable...", *cit.*, p. 452; JUNKER, A., "Der Reformbedarf...", *cit.*, p. 262; WEBER, C., "Internationale Prospekthaftung...", *cit.*, pp. 1584-1585. Por el contrario, CRESPI REGHIZZI, Z., "Contratto" e "illecito"..., *cit.*, p. 336, señala como uno de los casos que se pueden subsumir en el art. 12 relativo a la *culpa in contrahendo* la responsabilidad derivada del folleto.

IV. RECAPITULACIÓN

55. Una vez que se ha establecido que el modelo normativo por el que se ha optado en la UE es un modelo de conexión autónoma, hemos procedido a determinar en qué texto se establece la norma de conflicto aplicable. Existen dos textos que resultan potencialmente aplicables: el Reglamento Roma I, en materia de obligaciones contractuales, y el Reglamento Roma II, en materia de obligaciones extracontractuales. La determinación del texto aplicable exige, en primer lugar, que se interpreten las expresiones “obligaciones contractuales” y “obligaciones extracontractuales” que demarcan el ámbito de aplicación material entre uno y otro Reglamento. En segundo lugar, es necesario que se proceda a la calificación de la responsabilidad derivada del folleto, *i.e.* a la subsunción de esta en uno de los dos conceptos. Solo en ese momento se sabrá cuál de los dos textos es de aplicación.

56. El origen europeo de las normas de conflicto a las que nos referimos exige que la interpretación sea autónoma, pues de otro modo no se garantizaría la aplicación uniforme de los textos y el esfuerzo unificador habría sido inútil. De conformidad con el principio de continuidad de los conceptos, el punto de partida en esta interpretación autónoma es la ya realizada por el TJUE de expresiones similares a efectos del Reglamento Bruselas I. Ello se justifica porque este Reglamento conforma el círculo hermenéutico de los Reglamentos Roma I y II.

57. De acuerdo con el TJUE, la materia delictual a efectos del Reglamento Bruselas I se define, en principio, por exclusión respecto de la materia contractual. La materia contractual exige que exista un compromiso libremente asumido por una parte frente a la otra. La mejor lectura de esta definición pasa por entender que la materia contractual hace referencia a aquellas situaciones en las que el deber de conducta violado está cualificado por la relación entre las partes. Esto es, hace hincapié en que se trata de un compromiso asumido *por una parte frente a la otra*. Es irrelevante, por el contrario, la fuente de la obligación, convencional o legal. Esta misma interpretación es trasladable al ámbito conflictual.

58. De acuerdo con la orientación que proponemos, el encuadre contractual o no de los supuestos de ofertas *ad incertam personam* depende de si, como resulta habitual, los deberes de conducta del oferente se tienen frente a los potenciales destinatarios, con los que luego se celebrará un contrato, o bien, como ocurre en otros casos, en lugar de “deberse” a la contraparte contractual “se deben” al mercado por motivos de interés general.

59. Una vez realizada la interpretación, procede subsumir la cuestión que se plantea –un supuesto de responsabilidad derivada del folle-

to— en una de las dos categorías jurídicas que delimitan los ámbitos de aplicación de los Reglamentos Roma I y Roma II —obligaciones contractuales y obligaciones extracontractuales—. Para esta operación de calificación, el tribunal parte de los hechos tal y como han sido presentados por las partes de conformidad con determinado ordenamiento jurídico. Pero toma estos solamente como datos, con la única finalidad de identificar en ellos los rasgos relevantes, de acuerdo con la interpretación que hemos propuesto, para concluir que estamos ante materia contractual/extracontractual. Dado que la materia extracontractual se define como residual, es necesario en primer término comprobar si en supuestos de responsabilidad derivada del folleto surgen obligaciones contractuales.

60. Solamente en el caso de la acción que ejercita el inversor adquirente en el mercado primario frente al oferente cabe plantearse que surjan obligaciones contractuales: solo en tal supuesto es posible que el deber de conducta del oferente, *i.e.* proporcionar información a través de un folleto, de cuya violación deriva el daño cuya compensación se pretende, esté cualificado por la relación específica entre ambas partes. Sin embargo, ni siquiera en este caso estamos dentro de la materia contractual. La información que se proporciona al lanzar la OPV no se otorga al inversor que será la contraparte contractual del oferente sino que se dirige al mercado: su función esencial es garantizar el buen funcionamiento del mecanismo de formación de precios, *i.e.* persigue fines de interés general, y solamente a través de este se protege a los inversores.

61. El mismo razonamiento es válido para llegar a la conclusión de que tampoco se trata de un supuesto de *culpa in contrahendo*: la información no se proporciona directamente a los sujetos con los que se contrata sino que se dirige al mercado, de forma que no se puede entender que la violación del deber de información y la responsabilidad consiguiente se derive directamente de los tratos previos.

CAPÍTULO SEXTO

MODELO DE CONEXIÓN AUTÓNOMA: *LEX LOCI DAMNI* Y MERCADO AFECTADO

I. ÁMBITO DE APLICACIÓN MATERIAL: EXCLUSIONES

1. Introducción

1. El artículo 1 del Reglamento Roma II define su ámbito de aplicación. En su apartado 1 establece que se aplica a las obligaciones extracontractuales y en su apartado 2 excluye de este algunas de ellas. Nos referimos exclusivamente al ámbito de aplicación material porque, como es de sobra sabido, el Reglamento tiene carácter universal, *i.e.* se aplica con independencia de que la ley designada por el Reglamento sea la de un tercer Estado, y es de aplicación siempre que la acción se enmarque dentro del ámbito de aplicación material sin necesidad de que exista ninguna conexión adicional.

2. Según afirmamos en el Capítulo Quinto, los supuestos de responsabilidad derivada del folleto reciben una calificación extracontractual. Por lo tanto, para determinar si en nuestro caso el Reglamento Roma II es de aplicación, habremos de analizar si las obligaciones extracontractuales que surgen se encuentran o no dentro del ámbito de las exclusiones expresamente previstas en el propio texto. En particular, existen dos exclusiones que pueden suscitar ciertas dudas y en las que nos vamos a detener. Es el caso de las obligaciones extracontractuales que se deriven de instrumentos negociables (art. 1.2 c) y las obligaciones extracontractuales que se deriven del Derecho de sociedades (art. 1.2 d).

3. A la hora de establecer si nuestro supuesto se encuadra o no dentro de alguna de estas dos exclusiones, en primer lugar se plantea un problema de interpretación que se va a resolver de forma similar a la que señalábamos en el capítulo anterior, *i.e.* a través de una interpretación autónoma. La interpretación que se haga de las exclusiones ha de ser una interpretación estricta por dos motivos. De un lado, porque se trata de excepciones que, como tales, han de ser objeto de tal interpretación⁴⁹⁴. De otro lado, porque si la responsabilidad derivada del folleto quedara excluida del ámbito material del Reglamento, por estar comprendida dentro de cualquiera de las dos exclusiones, serían de aplicación las normas de conflicto autónomas de los Estados miembros. Resulta particularmente oportuna una interpretación estricta de las excepciones con el fin de evitar tal resultado.

En segundo lugar, habremos de determinar si se puede o no subsumir nuestro supuesto en una de estas disposiciones tal y cómo la hemos interpretado previamente.

2. Instrumentos negociables

4. El artículo 1.2 c) excluye del ámbito de aplicación del Reglamento, siguiendo el tenor de la correspondiente exclusión del Convenio de Roma y del Reglamento Roma I⁴⁹⁵, “las obligaciones extracontractuales que se deriven de letras de cambio, cheques y pagarés, así como de otros instrumentos negociables en la medida en que las obligaciones nacidas de estos últimos instrumentos se deriven de su carácter negociable”. A nuestros efectos esta exclusión es de interés, en tanto que el objeto de la oferta pública, en la que adquiere el inversor sobre la base de un folleto engañoso, pueden ser “instrumentos negociables” en el sentido del artículo 1.2 c). Naturalmente, que los valores adquiridos por los inversores en una OPV tengan la consideración de instrumentos negociables no supone automáticamente que nuestro objeto de estudio se enmarque dentro de la exclusión: esta disposición excluye únicamente las obligaciones extracontractuales cuando se *deriven del carácter negociable* del instrumento. Las demás obligaciones extracontractuales que puedan surgir quedan dentro del ámbito del Reglamento⁴⁹⁶.

494. *Vid.* la Propuesta de Reglamento de la Comisión, COM(2003) 427 final, p. 9.

495. Art. 1.2 d) Reglamento Roma I. Por ello, la interpretación a efectos del Reglamento Roma I es relevante en nuestro caso. En particular, nos referiremos al Informe Giuliano/Lagarde sobre el Convenio de Roma, predecesor del Reglamento Roma I.

496. En este mismo sentido, pero en relación con las obligaciones contractuales, el Informe Giuliano/Lagarde señalaba: “no se excluyen ni los contratos sobre la base de los cuales estos instrumentos son emitidos, ni los contratos para su compra y venta”. *Vid.* VON HEIN, J., “Die Internationale...”, *cit.*, p. 380.

5. Como señalamos en su momento, diferentes sectores del ordenamiento confluyen en la regulación de esta operación –Derecho de sociedades, Derecho de contratos, etc. – y cada uno lo hace en atención a intereses diferentes. Esta exclusión se refiere únicamente a la dimensión cartular de las OPVs⁴⁹⁷. En efecto, los valores negociables emitidos –acciones, bonos, warrants, etc. – son derechos de contenido patrimonial que se incorporan a uno de los soportes previstos por el legislador –título-valor o anotación en cuenta– para facilitar su circulación. Los principios cambiarios de abstracción material, autonomía y literalidad tienen como finalidad facilitar esta circulación y, más en general, proteger el tráfico⁴⁹⁸. Pues bien, las obligaciones a las que se refiere la exclusión son relativas a las obligaciones como título-valor, *i.e.* creación del título, excepciones oponibles frente a terceros, etc.

6. La responsabilidad derivada del folleto surge cuando se deriva un daño de la violación de unos deberes de información que impone el Derecho del mercado de valores. La información hace referencia a la situación económico-financiera del emisor y su objeto es la protección del funcionamiento del mercado y, a través de ello, la protección del inversor. Por consiguiente, a diferencia de los supuestos a los que se refiere la exclusión y a los que nos acabamos de referir, ni la responsabilidad surge del instrumento en sí, y por tanto tampoco de su carácter negociable, ni se trata de violación de normas que traten de proteger la circulación del propio instrumento. Así pues, no cabe entender que la responsabilidad derivada del folleto esté comprendida en la exclusión del artículo 1.2 c)⁴⁹⁹.

497. *Vid.* sobre las diferentes dimensiones de las emisiones PAZ-ARES, C., “Un apunte sobre la ley aplicable a la emisión de obligaciones”, *RDS*, núm. 15, 2000, pp. 219-222, p. 221.

498. *Vid.* PÉREZ DE LA CRUZ, A., “Lección 37: Títulos-valores. Teoría general”, en MENÉNDEZ, A./ ROJO, A. (Dirs.), *Lecciones de Derecho mercantil*, Civitas, 2010, pp. 945-962.

499. La doctrina se muestra en este punto unánime. *Vid.* ARONS, T., “All roads...”, *cit.*, p. 482; BACH, I., “Chater I: Scope”, en HUBER, P. (Ed.), *Rome II Regulation*, Sellier, 2011, pp. 28-63, p. 48; EINSELE, D., “Internationales...”, *cit.*, p. 28; CORNELOUP, S., “Roma II y el Derecho de los mercados financieros: el ejemplo de los daños causados por la violación de las obligaciones de información”, *AEDIPr*, T. XI, 2011, pp. 63-87, p. 71; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J., “The law applicable...”, *cit.*, p. 452; TSCHÄPE, P. / KRAMER, R./ GLÜCK, O., “Die Rom II-Verordnung...”, *cit.*, p. 661; VON HEIN, J., “Die Internationale...”, *cit.*, pp. 379-380; WEBER, C., “Internationale Prospekthaftung...”, *cit.*, p. 1584.

3. Derecho de sociedades

3.1. Introducción

7. De acuerdo con el artículo 1.2 d), quedan excluidas del ámbito del Reglamento “las obligaciones extracontractuales que se deriven del Derecho de sociedades, asociaciones y otras personas jurídicas, relativas a cuestiones como la constitución, mediante registro o de otro modo, la capacidad jurídica, el funcionamiento interno y la disolución de sociedades, asociaciones y otras personas jurídicas, de la responsabilidad personal de los socios y de los administradores como tales con respecto a las obligaciones de la sociedad u otras personas jurídicas y de la responsabilidad personal de los auditores frente a una sociedad o sus socios en el control legal de los documentos contables”. Esta exclusión también es similar a la contenida en el Convenio de Roma primero y en el Reglamento Roma I después⁵⁰⁰, con el añadido de la mención a los auditores. Por tanto, la interpretación realizada en el marco de tales normas es, de nuevo, relevante para la interpretación autónoma del concepto “obligaciones derivadas del Derecho de sociedades”⁵⁰¹.

8. Del análisis de Derecho comparado en materia de responsabilidad derivada del folleto se sigue que el círculo de potenciales responsables es relativamente amplio y la responsabilidad en la que incurren algunos de ellos se podría enmarcar dentro de esta exclusión. Este es el caso de la responsabilidad del emisor, de los administradores de este y de los auditores.

La responsabilidad de los demás sujetos no plantea, a nuestro modo de ver, ninguna duda. Cuando la operación se articula a través de una *retail cascade* y el emisor no sea el oferente, la responsabilidad del intermediario-oferente por el folleto no puede entenderse que derive del Derecho de sociedades: la información financiera engañosa que es el germen de la responsabilidad corresponde a un tercero, que es el que busca financiación en los mercados, y el oferente-intermediario lleva a cabo la venta de los valores dentro del marco de su actividad profesional. Lo mismo puede decirse de la responsabilidad de las entidades colocadoras y de otros expertos que intervienen en la operación. En el primer caso, la labor de las colocadoras en tanto que tales es, en su caso, de mera comprobación de datos de terceros, incorporados al folleto también por terceros. En el segundo caso, los expertos asumen responsabilidad por las partes del folleto elaboradas por ellos mismos en el marco de su actividad profesional.

Por tanto, nos vamos a referir únicamente a la responsabilidad del

500. Art. 1.2 f) de Reglamento Roma I.

501. *Vid.* Informe Giuliano/Lagarde. *Vid.* DICKINSON, A., *The Rome II...*, *cit.*, p. 204.

emisor, de los administradores y de los auditores y lo vamos a hacer para cada uno de ellos separadamente.

3.2. Emisor

9. En primer lugar, cabe preguntarse si la obligación del emisor de resarcir el daño consecuencia del folleto engañoso puede considerarse una obligación extracontractual que se derive del Derecho de sociedades. Las obligaciones que se derivan del Derecho de sociedades a las que se refiere el artículo son relativas a la creación de sociedades, a su organización interna y a su disolución⁵⁰²; cuestiones que, de acuerdo con los principios generales comunes a los Estados miembros, forman parte del Derecho de sociedades y deben regirse por la *lex societatis*.

10. Las obligaciones de información que se imponen a los emisores que quieren captar ahorro en los mercados de valores para financiarse, y cuya violación da lugar al daño patrimonial y a la responsabilidad derivada del folleto, no derivan del Derecho de sociedades. Tradicionalmente, los Estados han exigido la elaboración de un folleto conforme a su normativa siempre que los valores se ofertaran en sus mercados, con independencia de cuál fuera la *lex societatis* del emisor. Estas normas, cuya función primordial era la protección de los mercados nacionales, tenían la consideración de normas jurídico-públicas del Derecho del mercado de valores, en tanto que se incorporaba información dirigida al público –a sujetos que no forman parte de la organización social– y que desempeñaba una función institucional de protección del mercado. No se concebían, pues, como obligaciones de información societaria, cuya finalidad fundamental es la de proporcionar a los socios los datos necesarios para que estos puedan conocer la marcha de la sociedad y controlar a los administradores⁵⁰³. Pues bien, la responsabilidad que surge de la violación de esos deberes de información tampoco tiene naturaleza societaria.

11. Aunque en el contexto de la UE la actual normativa anuda régimen del folleto con *lex societatis* del emisor, la conclusión ha de ser la misma que adelantábamos en el párrafo anterior, que los deberes de información tienen naturaleza de normas regulatorias del mercado de valores. En efecto, de acuerdo con esta se exige cumplir, como regla general, con el régimen del folleto del Estado miembro del domicilio social

502. Vid. el Informe Giuliano/Lagarde sobre la antigua exclusión del art. 1.2 e) del Convenio de Roma y la lista ejemplificativa de casos que se contiene en el propio art. 1.2 d) del Reglamento Roma II: “cuestiones como la constitución, mediante registro o de otro modo, la capacidad jurídica, el funcionamiento interno y la disolución”.

503. Sin perjuicio, por supuesto, de que la información proporcionada en el marco de las OPVs pueda cumplir un papel de *corporate governance*. Como ya señalamos, esta función no es la fundamental. Vid. *supra* Capítulo Cuarto núms.75-78.

del emisor, *qua* Estado miembro de origen, y no con el del mercado al que se dirige la oferta. Sin embargo, si el régimen del folleto de aplicación y la aprobación preceptiva corresponde al Estado miembro del domicilio social del emisor no es porque estas obligaciones de información tengan en el actual marco la consideración de obligaciones societarias, sino porque la armonización de las normas materiales de información es de tal magnitud que en realidad es irrelevante si la normativa con la que se cumple es la de la *lex incorporationis* del emisor o la ley del mercado donde se ofrecen los valores. Se ha optado por la aplicación del régimen del Estado miembro de origen con el fin de fomentar la integración de los mercados de valores de la UE, sin que varíen los objetivos perseguidos por la norma. Las obligaciones de información se derivan igualmente del Derecho del mercado de valores⁵⁰⁴.

Por lo tanto, la responsabilidad civil derivada del incumplimiento de estas no se puede entender que derive del Derecho de sociedades⁵⁰⁵: se trata de un instituto del Derecho del mercado de valores⁵⁰⁶. Una conclusión distinta supondría la aplicación a la responsabilidad derivada del folleto de la *lex societatis*. En ese caso, se alcanzaría el mismo resultado al que se llegaría de existir una conexión accesoria cuya existencia y conveniencia –al menos en el corto plazo–, hemos descartado en el Capítulo Cuarto.

12. Esta conclusión que alcanzamos es, además, coherente con las soluciones adoptadas en Derecho comparado⁵⁰⁷. En el Derecho suizo, en que se parte de la *lex incorporationis* como criterio de conexión, el ordenamiento permite, sin embargo, desvincular la ley aplicable a la responsabilidad de la *lex societatis* del emisor, a través de la elección del inversor. En el caso de la UE, entender que la responsabilidad del folleto se encuentra en el ámbito del artículo 1.2 d) llevaría a la aplicación, en cualquier caso, de la ley del emisor. Es razonable cuestionar este resul-

504. El hecho de que la normativa que introduce el principio del Estado miembro de origen se elaborase dentro del denominado PASF, esto es, en el marco de un plan cuyo objetivo era la integración de los mercados de valores dentro de la UE, y no de armonización del Derecho de sociedades, reafirma esta conclusión. *Vid. supra* Capítulo Segundo nota núm. 108 brevemente sobre el PASF.

505. La doctrina es unánime en este punto. *Vid. inter alia* ARONS, T., "All roads...", *cit.*, p. 482; CORNELOUP, S., "Roma II...", *cit.*, pp. 70-71; EINSELE, D., "Internationales...", *cit.*, p. 28; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J., "The law applicable...", *cit.*, p. 452; JUNKER, A., "Der Reformbedarf...", *cit.*, pp. 261-262.

506. *Vid.* VON HEIN, J., "Die Internationale...", *cit.*, p. 382; WEBER, C., "Internationale Prospekthaftung...", *cit.*, p. 1584.

507. *Vid.* en este sentido VON HEIN, J., "Die Internationale...", *cit.*, p. 382. Este autor señala el rechazo que en Alemania se había dado a la calificación de acuerdo con las normas de conflicto anteriores. Más en general puede decirse que la conclusión alcanzada se ve reforzada por el hecho de que es común a los ordenamientos jurídicos de los Estados miembros el excluir la calificación societaria a efectos de la aplicación de las normas de conflicto autónomas previas a la entrada en vigor del Reglamento Roma II.

tado cuando en otros ordenamientos, como en Derecho suizo, en que se parte del Estado de incorporación del emisor, no se designa como aplicable exclusivamente esta ley sino que se permite la elección.

3.3. Administradores

13. En segundo lugar, debemos preguntarnos si la responsabilidad de los administradores por el contenido del folleto puede entenderse como “la responsabilidad personal...de los administradores *como tales* con respecto a las obligaciones de la sociedad u otras personas jurídicas” –la cursiva es nuestra– y que, por tanto, se encuentra excluida del ámbito de aplicación del Reglamento Roma II. La exclusión se refiere a la responsabilidad de los administradores *como tales*, i.e. la responsabilidad que deriva del ejercicio de sus funciones como administradores. Así, sólo se refiere a la responsabilidad de los administradores por violación de disposiciones societarias y no abarca, pues, la responsabilidad en que puedan incurrir estos por violaciones de cláusulas generales de *neminem laedere*⁵⁰⁸.

14. Como pusimos de relieve al referirnos a la regulación material de la responsabilidad del folleto, el punto de partida es que las actuaciones de los administradores, en tanto que representantes orgánicos, se predicen de la sociedad y será esta la que responda de los daños que se puedan causar. Por tanto, la regla es que los administradores no responden. Así pues, en principio, si es la sociedad la obligada a elaborar el folleto, aunque sean los administradores quienes actúen por ella, será la sociedad en exclusiva la que responda de su contenido. No obstante, algunos ordenamientos, entre ellos el español, establecen que los administradores responden junto con la sociedad del contenido de este. De esta forma, se les impone un deber de cuidado respecto del folleto, cuya violación es la que trae aparejada, en su caso, la responsabilidad. Su finalidad es proporcionar una protección adicional a los inversores a los que se dirige la oferta, que ven de esta manera ampliado el círculo de sujetos ante los que pueden reclamar una indemnización.

15. Pues bien, en atención a estos datos no cabe entender que la responsabilidad del administrador por el contenido del folleto tenga naturaleza societaria, puesto que no se deriva del incumplimiento de los deberes del administrador en tanto que tal, sino que tiene naturaleza extracontractual, toda vez que se sigue de la violación de un deber de

508. *Vid.* para un análisis general en materia de responsabilidad de los administradores ARENAS GARCÍA, R., “La responsabilidad de los administradores sociales desde la perspectiva del Derecho internacional privado”, en ARENAS GARCÍA, R./GÓRRIZ LÓPEZ, C./MIQUEL RODRÍGUEZ, J. (Coord.), *La internacionalización del derecho de sociedades*, Ateler, 2010, pp. 157-200, en especial pp. 159-163 y pp. 184-189.

cuidado que estos tienen frente a terceros, *i.e.* los inversores. Por tanto, la responsabilidad de los administradores tampoco se puede entender que esté comprendida dentro de la exclusión del artículo 1.2 d)⁵⁰⁹. En los supuestos en que el folleto engañoso se haya elaborado con ocasión de una emisión de acciones y los sujetos adquirentes y posteriores demandantes sean, así, socios, la conclusión anterior no debe alterarse. A estos efectos estos tienen la consideración de terceros: la posición de los inversores frente al folleto es la misma con independencia de que la emisión sea de acciones, de deuda o de derivados, *i.e.* la legitimación activa se atribuye a los sujetos en tanto que inversores, no en tanto que socios.

3.4. Auditores

16. En tercer y último lugar, el artículo 1.2 d) excluye del ámbito de aplicación del Reglamento Roma II “la responsabilidad personal de los auditores *frente a una sociedad o sus socios* en el control legal de los documentos contables” –la cursiva es nuestra–⁵¹⁰. Esta exclusión no comprende la responsabilidad de los auditores respecto de la información elaborada por ellos e incluida en el folleto –las cuentas anuales auditadas– toda vez que se refiere exclusivamente a la responsabilidad *frente a la sociedad o sus socios*, y no frente a los inversores, como es el caso del que nosotros nos ocupamos⁵¹¹. Por lo tanto, y al igual que en los demás casos a los que nos acabamos de referir, el Reglamento Roma II resulta de aplicación para la determinación de la ley aplicable.

4. Consideraciones adicionales

17. Dos elementos adicionales confirman las conclusiones que hemos alcanzado en relación con las exclusiones de los artículos 1.2 c) y d).

De un lado, el hecho de que las exclusiones a las que nos referimos se contienen en términos casi idénticos en el Reglamento Roma I que, no obstante, se aplica a las obligaciones contractuales que puedan derivarse de una OPV. Así lo demuestra el artículo 6.4 d) que excluye del ámbito del régimen específico de consumidores los derechos y obligaciones

509. Esta es la posición mayoritaria de la doctrina que se ha referido a la cuestión. *Vid.* ARONS, T., “All roads...”, *cit.*, p. 483; WEBER, C., “Internationale Prospekthaftung...”, *cit.*, p. 1584. Por su parte, WOOD, P.R., *Conflict of laws and international finance*, Sweet & Maxwell, p. 2007, p. 190, sin hacer referencia al Reglamento Roma II, que en aquel momento estaba en proceso de elaboración, también afirma que la responsabilidad de los administradores por el contenido del folleto tiene naturaleza extracontractual y debe estar regida por las normas de conflicto en esta materia, y no por la ley del lugar de incorporación de la sociedad.

510. Nótese que la exclusión de la responsabilidad de los auditores es la única variación respecto del tenor del actual art. 1.2 f) del Reglamento Roma I.

511. *Vid.* DICKINSON, A., *The Rome II...*, *cit.*, pp. 210-211.

que constituyan los términos y condiciones que regulan las OPVs. Ante unas exclusiones establecidas en ambos Reglamentos en términos prácticamente idénticos, si las normas de conflicto en materia contractual son aplicables a los aspectos contractuales de una OPV, cabe afirmar que a las obligaciones extracontractuales que se deriven de una OPV, típicamente la responsabilidad derivada del folleto, les son de aplicación la norma de conflicto en materia de obligaciones extracontractuales, *i.e.* el Reglamento Roma II⁵¹²

De otro lado, más significativo es todavía que, durante las negociaciones del Reglamento relativas a las exclusiones, el gobierno británico propusiera la introducción de una exclusión específica en relación a “non-contractual obligations arising out of transactions, such as issuing, admission to trading, offering or marketing, relating to financial instruments, including transferable securities, moneymarket instruments, units in collective investment undertakings, options, futures and other derivatives instruments”⁵¹³. Por lo tanto, se trataba de una disposición con la que se pretendía excluir del Reglamento las obligaciones extracontractuales derivadas de las OPVs – “non-contractual obligations arising out of transactions, such as issuing” –. Este es típicamente el caso de la responsabilidad derivada del folleto. Aunque se puso de relieve el interés de la cuestión, se consideró finalmente inadecuado añadir la nueva exclusión por estar en aquel momento las negociaciones muy avanzadas y carecerse del tiempo suficiente para realizar un estudio en profundidad⁵¹⁴. En cualquier caso, esta circunstancia pone de relieve la convicción de los Estados miembros de que a las obligaciones extracontractuales en este tipo de casos les era de aplicación, en ausencia de exclusión, el Reglamento Roma II y refuerza, así, la conclusión a la que ya habíamos llegado.

512. *Vid.* en este sentido VON HEIN, J., “Die Internationale...”, *cit.*, pp. 380 y 383.

513. Council Document 7928/06 ADD, de 30 de marzo de 2006. Nótese que con anterioridad la delegación finesa ya había presentado una propuesta de modificación de la exclusión en materia societaria, de forma que se mencionara en esta expresamente las obligaciones extracontractuales “arising to stock exchanges and financial instruments”. Esta fue rechazada por el resto de las delegaciones, que entendieron que la disposición debía quedar redactada en un sentido similar al de la exclusión correspondiente del Convenio de Roma.

514. Council Document 7709/06, de 3 de mayo de 2006. Como pone de relieve DICKINSON, A., *The Rome II...*, *cit.*, p. 211, lo que subyacía en la propuesta de exclusión del Reino Unido era la idea de que en estos casos resultaba más adecuada una conexión accesoria. Así lo confirma el informe elaborado con posterioridad para el gobierno inglés en esta materia por DAVIES, P., *Davies...*, *cit.*, pp. 27-28.

II. REGLAMENTO ROMA II: LA LEY APLICABLE

1. *Lex loci damni*

1.1. *Lex loci damni* como regla general

18. El artículo 4.1 del Reglamento Roma II establece la regla general en materia de hechos dañosos⁵¹⁵: la clásica *lex loci damni*. En los artículos 5, 6, 7, 8 y 9 se incluyen una serie de reglas especiales relativas, respectivamente, a productos defectuosos, ilícitos concurrenciales, medioambiente, derechos de propiedad intelectual y conflictos colectivos⁵¹⁶. Estas reglas especiales no son de aplicación a la responsabilidad derivada del folleto, de la misma manera que, fuera del capítulo de hechos dañosos, ya hemos señalado que el artículo 12 del Reglamento en materia de *culpa in contrahendo* tampoco lo es⁵¹⁷. Por lo tanto, la ley aplicable a la responsabilidad derivada del folleto se determina conforme a la regla general.

19. La *lex loci damni*, a pesar de ser la regla general, se ve desplazada en varios supuestos adicionales. Por una parte, no será de aplicación cuando las partes hayan elegido la ley rectora de la obligación extracontractual, siempre que concurren determinadas condiciones. Por otra parte, el apartado 1 del artículo 4 está configurado, dentro del propio artículo 4, como regla subsidiaria, que se ve desplazada cuando la persona cuya responsabilidad se alega y la persona perjudicada tengan su residencia habitual en el mismo Estado y en aquellos supuestos en los que existan vínculos manifiestamente más estrechos con otro país⁵¹⁸.

20. De conformidad con la regla general, la ley aplicable a la responsabilidad civil derivada del folleto es la ley del lugar de producción del daño. Son dos las preguntas que se suscitan en este punto: qué hay que entender por daño a sus efectos y dónde se localiza este. Nos vamos a referir a ambas cuestiones, en este orden, en los siguientes dos epígrafes.

21. No obstante, queremos adelantar ya la interpretación que hemos realizado de ambas cuestiones y la conclusión a la que ello nos ha llevado. Con ello se pretende facilitar la lectura del pormenorizado análisis que llevaremos a cabo a continuación. En nuestra opinión, en supuestos de responsabilidad derivada del folleto, el daño relevante es aquel que el folleto engañoso causa al funcionamiento del mercado. Este daño se

515. Así se desprende de su tenor literal del art. 4.1 que establece que este se aplicará “salvo disposición en contrario del presente Reglamento”.

516. Se discute si la regla establecida en el art. 6 es una regla especial o, como señala el cdo. 21, más bien una concreción del lugar de producción del daño en ilícitos concurrenciales. Volveremos sobre ello. *Vid. infra* núms. 44-49.

517. *Vid. supra* Capítulo Quinto núms. 48-54.

518. Arts. 14, 4.2 y 4.3, respectivamente. *Vid. infra* núms. 111-122.

produce en cada uno de los mercados en los que el oferente haya comercializado los valores. Por tanto, la ley aplicable es la ley del mercado o mercados donde se hayan comercializado los valores.

1.2. Daño

1.2.1. Planteamiento

22. El texto del Reglamento proporciona dos indicaciones acerca de qué debemos de entender por “daño”. De un lado, el artículo 2.1 se refiere a la cuestión de forma general y establece una definición muy amplia: son daños “todas las consecuencias resultantes de un hecho dañoso”. De otro lado, el artículo 4.1 limita el concepto de daño que resulta relevante a sus efectos excluyendo tanto el hecho generador del daño como los daños indirectos.

23. En primer lugar, vamos a hacer una primera aproximación al daño que se produce en relación con el folleto engañoso con el fin de determinar si se puede enmarcar dentro de la definición a la que nos acabamos de referir. En segundo lugar, estableceremos cuál es el hecho generador del daño con el fin de descartarlo a efectos localizadores. En tercer lugar, nos referiremos a la determinación del daño indirecto con el mismo fin. En cuarto y último lugar, analizaremos las diferentes posibilidades en cuanto a la concreción del daño relevante en supuestos de responsabilidad civil derivada del folleto.

1.2.2. Precio y daño

24. Los valores negociables objeto de las OPVs son derechos de contenido patrimonial –de participación en el capital social y en las ganancias de la empresa, de recuperación del capital invertido y los intereses correspondientes, etc. – con determinado valor nominal pero cuyo valor de mercado va a depender de la situación económica y financiera del emisor. Esto es, su valor será mayor o menor en función de la situación y de las perspectivas del sujeto que se está financiando, sin que al variar su precio varíe ni el contenido de los derechos ni su valor nominal.

25. La valoración de los instrumentos financieros –la determinación del precio que se está dispuesto a pagar por ellos– se hace sobre la base de la información disponible acerca de la situación del emisor. En este sentido, se dice que la información se refleja en el precio. Para garantizar que determinado nivel de información se hace público, la normativa obliga en algunos supuestos a proporcionar una serie de informaciones, en

el caso de las OPVs a través del folleto⁵¹⁹. Tal obligación busca, en primer término, la protección del funcionamiento del mercado: la información contribuye a la correcta formación de los precios y con ella a la asignación eficiente del capital.

El precio, a su vez, juega un papel fundamental en tanto que, como se ha afirmado, la protección que procura el folleto a los inversores en una OPV se proporciona no tanto a través de la propia información contenida en este, que es de una complejidad que hace difícil que pueda servir al inversor minorista para adoptar una decisión de inversión suficientemente fundada, sino a través del precio. O lo que es lo mismo, la protección se les proporciona a través de la información pero sólo una vez que esta ha sido procesada por el mercado –por los inversores sofisticados con capacidad para valorar la información contenida en el folleto– y transformada en una referencia comprensible para el inversor minorista: el precio. Esta consideración es válida tanto en el momento de la emisión como durante los 12 meses de validez del folleto.

26. Cuando la información contenida en el folleto es engañosa, se altera el mecanismo de formación de precios y con ello una de las funciones básicas del mercado. El precio al que adquieren los inversores está distorsionado: adquieren algo que en realidad “no vale” lo que ellos pagan. En el momento en que la verdadera información sale a la luz, los valores se deprecian: disminuye el valor que el mercado atribuye a esos derechos de contenido patrimonial para situarse en el precio que debería haberse pagado desde el principio, dada la situación real del emisor. El resultado es que los inversores que tienen en su cartera estos valores, que habían adquirido confiando en el folleto –o, como decimos, más bien en el precio de los valores– sufren una pérdida económica derivada de la depreciación de los valores, *i.e.* derivada de que en el mercado ha disminuido el valor de estos, sin que ni los derechos patrimoniales ni su valor nominal se vean alterados. Los inversores habían adquirido, naturalmente sin saberlo, unos activos cuyo valor de mercado estaba “manipulado” por la difusión de informaciones falsas, y esta circunstancia queda de manifiesto con su depreciación en el momento en el que se difunde la verdadera información.

27. De la explicación anterior se sigue que en supuestos de responsabilidad civil derivada del folleto existen dos “tipos de daños”. En primer término, la difusión de información falsa a través del folleto daña el funcionamiento del mercado, cuya protección pretende el régimen del folleto: se genera un daño institucional. En segundo término, los inversores sufren un daño patrimonial. La alteración del mecanismo de forma-

519. *Vid.* sobre el fundamento de la normativa imperativa en materia de información en los mercados *supra* Capítulo Segundo núms. 3-19.

ción de precios hace que los inversores adquieran a un precio distorsionado. Este se corrige al salir a la luz la verdadera información relativa al emisor, *i.e.* los valores se deprecian, y los inversores padecen lo que se denomina un “daño puramente financiero”. Este se ha definido de forma negativa como aquel daño que no se deriva ni de un daño a la persona ni de un daño a la propiedad⁵²⁰.

28. La definición de daño del artículo 2.1 –“todas las consecuencias resultantes de un hecho dañoso”– es lo suficientemente amplia como para que en ella se enmarque aquel que se produce en supuestos de responsabilidad derivada del folleto, con independencia de cuál de las dos concepciones de daño aceptemos. Baste de momento con esta afirmación, pues en los siguientes dos puntos acotaremos más el concepto.

1.2.3. Responsabilidad derivada del folleto como ilícito a distancia

29. El artículo 4.1 establece que el hecho generador del daño es irrelevante a estos efectos. Como ha señalado la doctrina, esta previsión pretende solventar el problema de los denominados ilícitos a distancia, en los que el hecho generador del daño y el lugar de producción del daño se materializan en Estados distintos⁵²¹. Tiene sentido que nos detengamos brevemente en esta opción del legislador, toda vez que, como señalaremos más adelante, los daños derivados del folleto en supuestos transfronterizos son un caso típico de ilícito a distancia⁵²².

520. *Vid.* BUSSANI, M./PALMER, V., “The notion of pure economic loss and its setting”, en BUSSANI, M./PALMER, V. (Eds.), *Pure economic loss in Europe*, Cambridge University Press, 2003, pp. 3-24, p. 5 y 13. Los autores mencionan expresamente la responsabilidad derivada del folleto como un caso de *pure economic loss*. También se ha denominado en la Europa continental “patrimonial loss”, *vid.* LEHMANN, M., “Where does economic loss occur?”, *Journal of Private International Law*, Vol. 7, núm. 3, 2011, pp. 527-550 p. 531. *Vid.* en la doctrina española *inter alia* sobre el daño puramente económico GÓMEZ POMAR, F./ RUIZ GARCÍA, J.A., “La noción de daño puramente económico: Una visión crítica desde el análisis económico del derecho”, *InDret*, Working Paper núm. 102, 2002.

521. *Vid.* GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J., “Un apunte sobre la “regla general” en el Reglamento “Roma II””, *AEDIPr*, T. VIII, 2007, pp. 241-250, p. 245.

522. Antes de la entrada en vigor del Reglamento Roma II, la doctrina alemana, que es la que ha mostrado un mayor interés por las cuestiones internacionales que plantea la responsabilidad derivada del folleto, puso de relieve esta circunstancia. De acuerdo con sus normas de conflicto autónomas, gran parte de la doctrina entendió que la ley aplicable era la ley del lugar de producción del hecho dañoso –*Handlungsort*–, pero con la posibilidad de que la víctima optase por la aplicación de la ley del lugar de producción del daño –*Erfolgort*–. Esta posibilidad –*Statutenkumulierung*– fue muy criticada por otro sector doctrinal que propuso solucionar la cuestión acudiendo a la cláusula de escape de los vínculos más estrechos. *Vid.* WEBER, C., “Internationale Prospekthaftung...”, *cit.*, p. 1583; BISCHOFF, K., “Internationale Börsenprospekthaftung”, *AG*, núm. 9, 2002, pp.489-497, pp. 491-493. Al margen de cuestiones de detalle, lo relevante de ello en este

30. Esta opción del legislador no se corresponde con la interpretación hecha por el TJUE en el marco del Convenio de Bruselas. El Tribunal entendió que la expresión “lugar donde se hubiere producido el hecho dañoso” de su artículo 5.3 correspondía, de conformidad con la denominada teoría de la ubicuidad, tanto con el lugar del hecho generador como con el lugar de producción del daño⁵²³. Como señaló el TJUE, ambos lugares presentan una conexión relevante entre el juez y el litigio a efectos de la práctica de pruebas y de sustanciación del proceso⁵²⁴. La distinta solución adoptada expresamente en el Reglamento Roma II responde a la diferente *ratio* de las normas de conflicto. Estas, a diferencia de las normas de competencia judicial internacional, no buscan una proximidad razonable sino la vinculación más estrecha, el centro de gravedad de la relación jurídica⁵²⁵. Esa vinculación más estrecha existe respecto del lugar de producción del daño, que es donde se localiza el bien jurídicamente protegido. Por este motivo, se optó por excluir expresamente de la formulación de la norma de conflicto el hecho generador del daño.

Además, esta solución es coherente con el objetivo del Reglamento de buscar un equilibrio razonable entre las partes. En este texto, el legislador ha optado por excluir la posibilidad de elección entre ambas leyes salvo en un supuesto: la regla especial en materia de daños medioambientales. A diferencia de lo que sucede en la regla general, esta regla se fundamenta en el principio de mayor favorabilidad. El diferente trato que recibe se justifica, esencialmente, por las especiales características del bien protegido⁵²⁶.

31. La exclusión expresa se hacía necesaria para lograr una ruptura del principio de continuidad de los conceptos. Como señalamos al referirnos a los criterios exegéticos en general, el punto de partida en la in-

punto es que el debate ponía de relieve que la responsabilidad derivada del folleto es un ilícito a distancia.

523. Vid. STJUE de 30 de noviembre de 1976, asunto 21/76, *Société anonyme Handelskwekerij G.J. Bier BV, Fondation Reinwater, y Société anonyme Mines de potasse d'Alsace SA* (STJUE Minas de Potasa).

524. Así lo ha puesto de relieve el TJUE en su jurisprudencia, señalando adicionalmente que la opción solo por el hecho causal habría hecho que en muchas ocasiones el foro del art. 5.3 coincidiera con el foro general del domicilio del demandado. Así, si se optara por interpretar “lugar donde se hubiere producido el hecho dañoso” solo como lugar del hecho casual, la disposición perdería su efecto útil. Vid. VIRGÓS SORIANO, M./GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J., *Derecho procesal...*, cit., pp. 190-191.

525. Vid. *inter alia* FRANZINA, P., Il Regolamento “Roma II” sulla legge applicabile alle obbligazioni extracontractuali”, en CALVO CARAVACA, A. L./CASTELLANOS RUIZ, E. (Eds.), *La Unión europea ante el Derecho de la globalización*, Colex, 2008, pp. 299-370, pp. 324-325; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J., “Un apunte...”, cit., pp. 245-246. La Comisión, por su parte, también puso de relieve esta cuestión en la Propuesta de Reglamento en relación con la regla general, p.11.

526. Vid. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J., *Derecho internacional...*, cit., p. 378.

interpretación de los términos del Reglamento Roma II es, de conformidad con tal principio, la interpretación adoptada en los demás instrumentos de su círculo hermenéutico. Especialmente el Reglamento Bruselas I. Por lo tanto, el punto de partida, en ausencia de exclusión expresa, habría sido entender también relevante el lugar de producción del hecho generador del daño. Con la exclusión, el legislador clarifica *ab initio* la cuestión y pone negro sobre blanco que la lógica por la que se ha optado en la norma es una lógica de Estado de destino. La ley del Estado de origen, *i.e.* lugar donde tiene lugar el hecho generador del daño, no resulta relevante a efectos conflictuales.

32. Sin embargo, tal ley sí que se puede tomar en consideración, según tendremos ocasión de desarrollar, por la vía de las normas de seguridad y comportamiento, *ex* artículo 17. Este establece que pueden tomarse en consideración las normas de seguridad y comportamiento de donde se produce el “hecho que da lugar a la responsabilidad”. Esta expresión ha de interpretarse de forma similar a la utilizada en el artículo 4.1.

33. La referencia al *iter* de una OPV transfronteriza nos va a permitir identificar el hecho generador del daño para establecer la normativa de qué Estado puede tenerse en consideración por la vía de las normas de seguridad y comportamiento. Aunque nos referiremos más adelante a los problemas concretos que plantea el artículo 17, nos ha parecido adecuado identificar el lugar de producción del daño –o del hecho que da lugar a la responsabilidad– al hilo de la explicación de los ilícitos a distancia.

En supuestos de responsabilidad derivada del folleto, el *iter* es el siguiente: el emisor elabora un folleto que somete a aprobación por la autoridad competente del Estado miembro de origen y que, posteriormente, pasaporta a los demás Estados miembros en los que quiere ofertar los valores. Este folleto ha de ser publicado de forma previa al lanzamiento de la oferta. Los inversores adquirirán posteriormente los valores en cada uno de los *target market* –los mercados nacionales a los que el emisor ha dirigido su oferta– sobre la base de la información engañosa difundida en ellos.

34. Se puede considerar que el hecho generador del daño sufrido por los inversores es la publicación del folleto, como evento que supone el momento inicial en la difusión entre el público de la información engañosa, que propiciará la distorsión de los precios y llevará a los inversores a adquirir unos activos a un precio que no es el correcto⁵²⁷.

527. *Vid.* sobre esta solución, aunque sin hacer expresamente referencia a la responsabilidad derivada del folleto MANKOWSKI, P., “Section 2...”, *cit.*, p. 200. Entre los autores que han tratado la cuestión de la ley aplicable a la responsabilidad derivada del folleto es la posición dominante. *Vid.* por todos ARONS, T., “All roads...”, *cit.*, p. 485. Quizás la

35. La localización del lugar de publicación del folleto plantea, sin embargo, algunos problemas prácticos. El legislador no ha establecido un único medio de publicación del folleto sino que ha optado por ofrecer a los Estados miembros una pluralidad de medios alternativos para ello⁵²⁸. En muchos casos las normas de transposición nacionales han mantenido, a su vez, un número considerable de opciones en manos del oferente⁵²⁹. La elección de uno u otro medio de publicación lleva a localizar el hecho generador del daño en Estados diferentes. Por ejemplo, se ofrece la posibilidad de publicar el folleto en uno o varios periódicos de los Estados en cuyos mercados se ofrecen los valores –Estado(s) de destino–, en el domicilio del emisor –como regla general el Estado miembro de origen–, en el domicilio de los intermediarios –como señalaremos, en

única opinión doctrinal discordante es la de CORNELOUP, S., “Roma II...”, *cit.*, p. 83, que mantiene que debe atenderse, en lugar de a la publicación del folleto, a la elaboración de este. Desde nuestro punto de vista, si bien en la determinación del hecho generador del daño hay que atender al “inicio” de la cadena causal, la elaboración del folleto no se puede considerar más que como un acto preparatorio, que queda excluido de este concepto. Sin embargo, la conclusión a la que ello lleva a la autora, *i.e.* localizar el hecho generador en la sede social del emisor, será por lo general coincidente con la interpretación que proponemos nosotros. *Vid. infra* núm. 36.

No obstante, no está de más señalar que algunos tribunales han hecho una interpretación por completo diferente. Tal interpretación, aunque realizada a efectos de la determinación de la competencia *ex art.* 5.3 del Convenio de Lugano, y además fuera del ámbito de aplicación de la Directiva de Folletos –y dentro del de la Directiva 2009/65/CE, de 13 de julio de 2009 sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios– es relevante a nuestros efectos. La *Cour de Cassation* se pronunció el 12 de julio de 2011 sobre la competencia de los tribunales franceses para conocer de una demanda de solicitud de indemnización de daños interpuesta por una empresa francesa frente a la sociedad suiza UBS AG. En el supuesto, la demandante adquirió, sobre la base de un folleto difundido en Francia, participaciones emitidas por una SICAV de Derecho luxemburgués, LUXALPHA, cuyos fondos se habían invertido exclusivamente en productos financieros recomendados por Bernard Madoff Investment Securities (BMIS). UBS AG actuaba como promotor, administrador y depositario de los fondos de la SICAV luxemburguesa. Cuando se supo del esquema Ponzi llevado a cabo por Madoff, se abrió la liquidación de BMIS en EEUU y posteriormente de LUXALPHA en Luxemburgo. En opinión de la *Cour d’appel* de París, los tribunales franceses sí eran competentes *ex art.* 5.3 del Convenio de Lugano, por cuanto el hecho generador del daño –difusión de la información errónea en Francia y suscripción de los valores– se produjo en Francia. La *Cour de Cassation*, por su parte, negó tal competencia por considerar que el hecho generador del daño consiste únicamente en la suscripción de las participaciones y se produce en Luxemburgo. La interpretación que hace el tribunal es, por tanto, muy diferente a la que proponemos, al no atribuir papel alguno a la publicación, como momento inicial en la difusión de información engañosa a través del folleto, que es, a nuestro modo de ver, la cuestión clave en estos ilícitos. Sobre la decisión de la *Cour de Cassation*, *vid.* en detalle TENEMBAUM, A., “Retombées de l’affaire Madoff sur la Convention de Lugano”, *Rev. crit. DIP*, 1/2012, pp. 44-60. No obstante, *vid. infra* nota núm. 592 sobre la diferente interpretación que hace la *Corte Suprema di Cassazione* del lugar de producción del daño –si bien en materia de ley aplicable– en un supuesto similar de distribución de participaciones de una SICAV previa difusión de un folleto en Italia.

528. Art. 14 de la Directiva de Folletos.

529. Caso del legislador español, *vid.* art. 25.2 del RD 1310/2005.

la mayor parte de los casos será el Estado de destino, pero podría ser el de origen o un tercero— o en la página de internet de la autoridad competente del Estado miembro de origen⁵³⁰.

36. A la vista de esta situación, puede ser una solución razonable presumir que el lugar de publicación del folleto, como punto inicial de la cadena causal en la difusión de la información en el mercado, es el Estado miembro de origen, *i.e.* el Estado miembro cuya autoridad competente ha aprobado el folleto. Es, en principio, una buena solución por resultar fácilmente identificable y que se justifica por los dos siguientes motivos.

En primer lugar, se alinea con la definición realizada por el TJUE de la expresión “hecho causal” en el ámbito del Reglamento Bruselas I. Aunque el hecho generador del daño no sea relevante a efectos de la determinación de la ley aplicable, ello no quiere decir que no sea aconsejable que la interpretación de ambas expresiones —hecho causal y hecho generador del daño— sea coincidente. En un ámbito diferente al de nuestro objeto de estudio, el Tribunal ha realizado una definición de cierta utilidad a nuestros efectos. La STJUE *Fiona Shevill*, en materia de daños a los derechos de la personalidad por la publicación de un artículo difamatorio, puede ser una buena referencia para la concreción del lugar donde se produce el hecho causal⁵³¹. En ese supuesto, el Tribunal entendió que el hecho causal se situaba en el establecimiento del editor “en la medida en que constituye el lugar de origen del hecho dañoso, a partir del cual la difamación se ha manifestado y difundido” (pfo. 24). En el caso de la responsabilidad derivada del folleto el equivalente sería atender al Estado miembro de origen —como regla general, pero no siempre, el domicilio social del emisor—, cuya autoridad competente aprueba el folleto, en tanto que lugar *a partir del cual* la información se difunde.

En segundo lugar, ya en el plano conflictual, la referencia al Estado miembro de origen permite hacer coincidir el lugar de producción del hecho causal con el país cuyas normas regulatorias han sido vulneradas. A efectos del artículo 17, por tanto, es razonable entender que ese “hecho que da lugar a la responsabilidad” es la publicación del folleto y se produce en el Estado miembro de origen, pues son las normas de ese

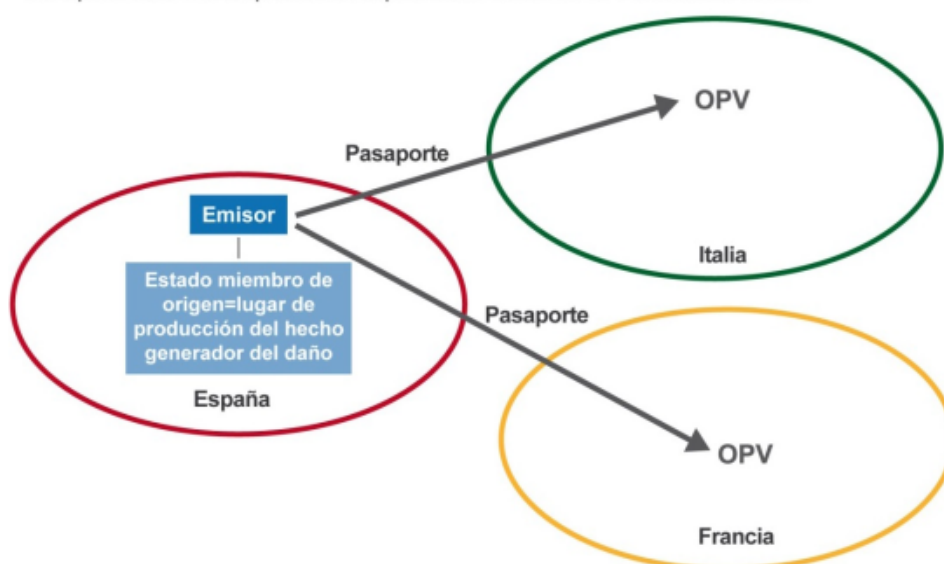
530. Arts. 14.2 a), b) y e) de la Directiva, respectivamente.

531. STJUE de 7 de marzo de 1995, C-68/93, *Fiona Shevill Ixora Trading Inc., Chequepoint SARL, Chequepoint International Ltd y Presse Alliance SA*, (STJUE *Fiona Shevill*). Se podría establecer una analogía mejor con los supuestos de responsabilidad por productos. Sin embargo, el TJUE aún no sea pronunciado sobre la cuestión. En el momento de escribir estas líneas hay una cuestión prejudicial de interpretación precisamente sobre este tema pendiente ante el Tribunal. *Vid.* Petición de decisión prejudicial planteada por el *Oberster Gerichtshof* —Austria— el 28 de enero de 2013, *Andreas Kainz/Pantherwerke AG*, asunto C-45/13.

Estado las que han resultado de aplicación en la aprobación del folleto y presumiblemente será a sus estándares a los que los potenciales responsables se habrán adaptado⁵³².

37. El lugar de producción del hecho generador del daño es, por tanto, el Estado miembro de origen. El mecanismo del pasaporte contenido en la Directiva hace de los supuestos de responsabilidad derivada del folleto ilícitos a distancia, toda vez que permite con un mismo folleto –que posteriormente se demuestra engañoso– ofrecer valores en Estados miembros diferentes⁵³³. La definición del supuesto como ilícito a distancia y la localización del hecho causal en el Estado miembro de origen nos permiten descartar, como ya habíamos hecho desde otra perspectiva en el capítulo anterior, que la ley aplicable a la responsabilidad civil sea la de tal Estado. Esta legislación sólo entrará en juego por la vía de las normas de seguridad y conducta.

Ejemplo: Una sociedad constituida conforme a Derecho español y, por tanto, con domicilio social en España hace una ampliación de capital social mediante OPV en Francia e Italia.



38. Por el contrario, las emisiones que se realizan fuera del EEE no son, como regla general, ilícitos a distancia. Lo habitual será que en cada mercado al que se dirija el emisor se deba cumplir con el régimen del

532. Vid. núms. 123-126 con más detalle sobre la cuestión.

533. Este esquema es válido tanto para las OPVs multinacionales como para las OPVs internacionales en las que no haya habido *transfer*. Quedan fuera, así, de este supuesto, y de la categoría de ilícitos a distancia en general, las OPVs internacionales con *transfer*. Vid. en la Introducción a esta Segunda Parte del trabajo núm. 2 en relación con los conceptos de OPV internacional y multinacional y el Capítulo Tercero núms. 43 y 44 sobre la técnica del *transfer*.

folleto de ese Estado. Este se hará allí público y afectará a la formación de los precios y así a las decisiones de compra en ese Estado. Tal será el caso si, pongamos por ejemplo, un emisor incorporado en un Estado miembro oferta sus valores en los mercados estadounidenses o suizos. Naturalmente, es difícil pensar que una reclamación de un inversor adquirente en estos mercados pueda plantearse ante los tribunales de un Estado miembro de forma que el Reglamento Roma II pudiera llegar a ser aplicado. Lo normal será que el inversor, que como regla general será residente en tales Estados, presente la demanda ante los tribunales locales y que estos se declaren competentes y apliquen sus propias normas de conflicto.

1.2.4. Daños directos vs daños indirectos

39. El artículo 4.1 también descarta las consecuencias indirectas del hecho generador del daño: no son relevantes ni los daños de rebote que hayan podido sufrir terceros ni los daños consecutivos o derivados que pueda sufrir la víctima⁵³⁴. El legislador ha considerado oportuno, de esta manera, excluir expresamente los daños indirectos a efectos conflictuales, como ya hiciera el TJUE en su jurisprudencia en materia de competencia judicial internacional. Y ello por cuanto, en principio, los objetivos del Reglamento Bruselas I y el Reglamento Roma II son en este punto coincidentes.

40. Dos sentencias del Tribunal relativas a la aplicación del artículo 5.3 del Convenio de Bruselas sirven para ejemplificar la cuestión del daño indirecto en el ámbito de los daños puramente financieros. De un lado, el TJUE en el asunto *Dumez* aborda la cuestión de la competencia de los tribunales franceses *ex* artículo 5.3 para conocer de los daños padecidos por unas empresas francesas como consecuencia de las pérdidas económicas sufridas por sus filiales alemanas⁵³⁵. De acuerdo con el TJUE, este daño no es más que un daño mediato cuando solo resulta relevante el lugar donde se hayan desplegado los efectos dañosos respecto de la víctima inmediata⁵³⁶. Supuestos similares a los de *Dumez* podemos descartarlos a nuestros efectos porque el inversor que ejercitará la acción será el adquirente de los valores y quien ha sufrido así la pérdida patrimonial. Por tanto, en cualquier caso se trata de la víctima inmediata.

534. Como señala GARCIMARTÍN ALFEREZ, F.J., "Un apunte...", *cit.*, p. 246, esta solución se fundamenta en un criterio de imputación objetiva limitada, no de causalidad, de forma que los daños indirectos no son objetivamente imputables al causante. Cuestión distinta es que estos daños sí tengan relevancia en el nivel sustantivo.

535. STJUE de 11 de enero de 1990, *Dumez France, Tracoba y Hessische Landesbank (Helaba), Salvatorplatz-Grundstücksgesellschaft mbH & Co. oHG Saarland, Lübecker Hypothekenbank*, C-220/88 (STJUE *Dumez*).

536. STJUE *Dumez*, pfo. 20.

41. De otro lado, la sentencia en el asunto *Marinari* se refiere a la competencia de los tribunales italianos para entender de una acción ejercitada por un sujeto al que se le retuvieron en Reino Unido unos pagarés cuya procedencia era dudosa, razón por la cual fue además detenido. Este exige que se le abone su contravalor y que se le resarzan los daños y perjuicios derivados de su detención, del incumplimiento de varios contratos y del menoscabo de su reputación⁵³⁷. El Tribunal entiende que el perjuicio patrimonial padecido en Italia no es más que un daño consecutivo al inicial, sufrido en Reino Unido, y como tal irrelevante a efectos de la determinación de la competencia judicial internacional⁵³⁸. Pues bien, cabe plantearse la posibilidad de que el daño puramente financiero que sufren los inversores como consecuencia de la depreciación de los valores en supuestos de responsabilidad derivada del folleto no sea más un daño patrimonial consecutivo a otro daño sufrido en otro Estado miembro, *i.e.* la alteración del mecanismo de formación de los precios, sobre cuya base el inversor adquirirá los valores. A ello dedicaremos el siguiente epígrafe.

1.2.5. ¿Daño institucional o daño puramente financiero?

42. La cuestión fundamental que se plantea en los supuestos que analizamos es cuál es el daño relevante a efectos conflictuales. ¿Es posible entender como daño directo, único daño relevante a efectos del artículo 4.1, el daño institucional, *i.e.* el que sufre el funcionamiento del mercado? En tal caso el daño puramente financiero sufrido por el inversor, y cuya compensación pretende, se configuraría como un daño consecutivo al inicial, irrelevante a efectos conflictuales. La respuesta depende de si los objetivos de política legislativa que trata de alcanzar la regulación material así lo aconsejan y el Reglamento admite tal interpretación. A continuación nos vamos a referir a estas dos cuestiones.

43. En primer lugar, se plantea si cabe interpretar el artículo 4.1 como referido a un daño supraindividual. Las posiciones están bastante encontradas. Un sector de la doctrina admite esta posibilidad⁵³⁹. Otro

537. STJUE de 19 de septiembre de 1995, *Antonio Marinari y Lloyd's Bank plc y Zubaidi Trading Company*, asunto C-364/93 (STJUE *Marinari*).

538. STJUE *Marinari*, pfo. 15.

539. *Vid.* MANKOWSKI, P., "Finanzverträge...", *cit.*, p. 116, que señala, sin mayores explicaciones, que el lugar de producción del daño es el mercado. Quizás ello refleja el resultado al que se llegaba conforme a las normas de conflicto alemanas previas a la adopción del Reglamento Roma II. La doctrina alemana se encontraba dividida en cuanto a la vía por la que se llegaba a ello, pero no en cuanto a cuál había de ser el resultado final, *i.e.* la aplicación de la ley del mercado –*Platzierungsort*–. Así, había autores que derivaban del art. 44.3 BörsG la aplicación de tal ley –*vid.* BENICKE "Prospektpflicht und...", *cit.*, pp. 34–, mientras que otros entendían que era de aplicación la ley del Estado donde se localizase el mercado, de acuerdo con el art. 41 EGBGB, como Estado con

sector de la doctrina alcanza el mismo resultado a través de la aplicación analógica del artículo 6 en materia de ilícitos concurrenciales⁵⁴⁰. Un tercer sector, el mayoritario, aun admitiendo las bondades del resultado al que lleva, sostienen que no cabe ni aplicación analógica del artículo 6 ni una interpretación del artículo 4.1 como referido al daño supraindividual⁵⁴¹. A continuación vamos a analizar los argumentos que han sido utilizados por cada uno de ellos.

44. El sector de la doctrina que entiende posible acudir al daño supraindividual toma como referencia, por lo general, la norma en materia de ilícitos concurrenciales. Esta regla, contenida en el artículo 6, designa como aplicable –dicho de forma sintética– la ley del mercado donde las relaciones de competencia se vean afectadas⁵⁴². El bien jurídicamente

el que el supuesto presentaba los vínculos más estrechos –*vid.* BISCHOFF, K., “Internationales...”, *cit.*, pp. 493-494–. *Vid. supra* una referencia a esta cuestión en la nota al pie núm. 522.

Por su parte, WEBER, C., “Internationale Prospekthaftung...”, *cit.*, pp. 1586-1587, afirma que el art. 4.1 es una norma mucho menos flexible que la anterior norma de conflicto alemana, lo que dificulta que se puede entender aplicable la ley del mercado afectado. En su opinión, la aplicación de la ley del mercado afectado se alcanza en principio como ley con la que el supuesto presenta vínculos manifiestamente más estrechos –*ex art.* 4.3, *vid infra* núms. 115-118– o, sólo en caso de que fuera estrictamente necesario –*notfalls*–, a través de la interpretación del daño relevante como el daño institucional *ex art.* 4.1.

Además de la doctrina alemana también baraja GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J., “The law...”, *cit.*, p. 454, esta interpretación si bien se cuestiona, a tenor de la falta de acuerdo de la doctrina en este punto, que quepa tal interpretación *de lege lata*.

540. EINSELE, D., “Internationales...”, *cit.*, pp. 38-40.

541. *Vid.* por todos LEHMANN, M., “Proposition d’une règle spéciale dans le Règlement Rome II pour les délits financiers”, *Rev crit DIP*, núm. 3, 2012, pp. 485-519, pp. 503-504. Otros autores ni siquiera se muestra convencidos de que la aplicación de la ley del mercado afectado sea la mejor solución. *Vid.* en este sentido JUNKER, A., “Der Reformbedarf...”, *cit.*, p. 264.

542. El tenor de la regla es diferente para supuestos de competencia desleal –que toma como criterio de conexión el país en cuyo territorio las relaciones de competencia o los intereses colectivos de los consumidores resulten o puedan resultar afectados– y para casos de restricciones de la competencia –que habla simplemente de “mercado”–. *Vid.* arts. 6.1. y 6.3. De ello se podría seguir que el criterio de conexión es también distinto. Sin embargo, la doctrina ha entendido que debe hacerse una interpretación similar de ambos. *Vid.* HELLNER, M., “Unfair competition and acts restraining free competition”, *Yearbook of Private International Law*, 2007, pp.49-69, p. 56; HONORATI, C., “The law applicable to unfair competition”, en MALATESTA, A. (Ed.), *The Unification of choice of law rules on torts and other non-contractual obligations in Europe*, CEDAM, 2006, pp. 127-158, p. 148; PLENDER, R./WILDERSPIN, M., *The European Private...*, *cit.*, pp. 616-617. Esta interpretación es coherente con la orientación institucional del Derecho de la competencia desleal moderno y el principio de unidad funcional del Derecho de la competencia: el Derecho antitrust y Derecho de la competencia desleal son instrumentos complementarios. *Vid.* VIRGÓS SORIANO, M., *El comercio internacional en el nuevo Derecho español de la competencia desleal*, Civitas, 1992, pp. 18-19 y p. 26. Por lo tanto, el daño relevante, que es lo que a nosotros ahora nos interesa, también es similar en ambos casos. No obstante, otros autores abogan por una solución diferente en cuanto a

protegido es, en estos supuestos, el mercado. Por ello, la norma toma como daño relevante el daño institucional en lugar del daño puramente financiero cuya compensación se busca a través del ejercicio de la acción correspondiente.

En efecto, esta regla responde a los objetivos de política legislativa en materia de ilícitos concurrenciales. El Derecho de la competencia es un ámbito en el que, si bien las acciones de responsabilidad civil tienen una función compensatoria, estas se encuentran principalmente al servicio del mantenimiento de la competencia en el mercado. Esto es, la función supraindividual es la esencial⁵⁴³. Por ello, hay unanimidad entre la doctrina en entender que la ley aplicable a la cuestión debe ser la del mercado cuyas condiciones de competencia se ven afectadas –tal es el daño relevante, pues es el que se causa al bien jurídicamente protegido– y explica que se haya introducido una regla específica para la cuestión.

Pues bien, de acuerdo con el considerando 21 “la norma especial del

la concreción del criterio de conexión, *vid.* FRANCO, S./WURMNEST, W., “International Antitrust Claims under the Rome II Regulation” en BASEDOW, J./FRANCO, S./IDOT, L. (Eds.), *International antitrust litigation*, Hart, 2011, pp.91-129, p. 103.

543. Como señala la Comisión en la Propuesta de Reglamento: “The purpose of competition law is to protect a market; it pursues a macro-economic objective. Actions for compensation are purely secondary and must be dependent on the overall judgement of how the market functions”. Esta afirmación se enmarca dentro del contexto de *private enforcement* del Derecho de la competencia dentro de la UE, que se ha plasmado en diferentes iniciativas y decisiones del TJUE. Entre ellas, en primer lugar, el Reglamento (CE) No 1/2003 del Consejo, de 16 de diciembre de 2002, relativo a la aplicación de las normas sobre competencia previstas en los arts. 81 y 82 del Tratado, que está influenciado por la preocupación de favorecer el *private enforcement* para restar carga a las autoridades anti trust. En segundo lugar, la STJUE de 20 de septiembre de 2001, *Courage Ltd y Bernard Crehan y entre Bernard Crehan Courage Ltd y otros*, C-453/99 (STJUE *Courage*) y la STJUE de 13 de julio de 2006, *Vincenzo Manfredi (C-295/04) y Lloyd Adriatico Assicurazioni SpA, Antonio Cannito (C-296/04) y Fondiaria Sai SpA, y Nicolò Tricarico (C- 97/04), Pasqualina Mugolo (C-298/04) y Assitalia SpA*, asuntos acumulados C- 295/04 y 298/04 (STJUE *Manfredi*), que han mantenido la necesidad de que se facilite el *private enforcement* para que no haya distorsiones de la competencia: los daños causados como consecuencia de una restricción de la competencia se tienen que compensar para lo cual el Derecho de la UE requiere que los sistemas nacionales pongan los medios para ello. En tercer lugar, la Comisión presentó un Libro Verde en materia de “Reparación de daños y perjuicios por incumplimiento de las normas comunitarias de defensa de la competencia” en 2005 (<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2005:0672:FIN:ES:PDF>) y un Libro Blanco en materia de “Acciones de daños y perjuicios por incumplimiento de las normas comunitarias de defensa de la competencia” en 2008 (<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2008:0165:FIN:ES:PDF>). Sin embargo, finalmente estas iniciativas no salieron adelante y se ha optado en el ámbito de las normas de responsabilidad civil por la *second best solution*: la adopción de normas de conflicto específicas en el Reglamento Roma II. *Vid.* al respecto FITCHEN, J., “Choice of law in international claims based on restrictions of competition: article 6(3) of the Rome II Regulation”, *Journal of Private international Law*, Vol. 5 núm. 2, 2009, pp. 337-370, pp. 337-338; RODRÍGUEZ PINEAU, E., “Conflict of laws comes to the rescue of competition law: the new Rome II Regulation”, *Journal of Private international Law*, 2009, Vol. 5, núm. 2, 2009, pp. 311-336, pp. 312-314.

artículo 6 no constituye una excepción a la norma general del artículo 4, apartado 1, sino más bien una aclaración de ésta". Si no se trata más que de una aclaración y el daño relevante en el artículo 6 es el daño institucional, de ello se sigue que también es posible interpretar el artículo 4.1 en esta misma clave, *i.e.* atendiendo al daño supraindividual en lugar de al daño patrimonial⁵⁴⁴. Ello, naturalmente, en el caso de que en el supuesto concreto los objetivos de política legislativa, como ocurre con los ilícitos concurrenciales, lo aconsejen. Así pues, para atender al daño institucional en supuestos de responsabilidad derivada del folleto, es necesario que el bien jurídicamente protegido sea el mercado. A continuación vamos a analizar si los objetivos de política legislativa son similares a los de los ilícitos concurrenciales; en particular, si la función de *enforcement* de la normativa regulatoria que desempeña la responsabilidad que estudiamos es lo suficientemente fuerte.

45. La información que debe publicarse antes del lanzamiento de una oferta pública tiene como primera función la protección del mercado, *i.e.* la protección del mecanismo de formación de los precios que, a su vez, contribuye a la asignación eficiente de los recursos. La segunda de las funciones que desempeña la información, la protección del inversor en el *target market*, la realiza en la medida en la que cumple la primera: el inversor minorista en principio se dejará guiar en la adquisición de los valores por una referencia fácilmente comprensible para él como es el precio. Cuando con ocasión de una OPV se publica información engañosa, el mecanismo de formación de precios del *target market* se ve afectado. Es igualmente en el *target market* donde, al conocerse de la verdadera situación del emisor, el valor de mercado de los valores se reduce, lo que genera el daño patrimonial al inversor.

La información contenida en el folleto está sujeta a supervisión por parte de la autoridad competente. Sin embargo, esta no contrasta la veracidad de los datos incluidos, que se reflejarán en el precio de los valores. Para el buen funcionamiento de este sistema, es necesario que existan mecanismos de control y sanción *ex post* no solamente de naturaleza jurídico-pública sino también jurídico-privada. En este

544. Desde este punto de vista, en ausencia de la regla especial del art. 6, habría sido posible llegar al mismo resultado en supuestos de ilícitos concurrenciales en aplicación de la regla general *lex loci damni*. Sin embargo, de ello no se sigue, en absoluto, que se trate de una regla baladí. En primer lugar, porque parte de la doctrina, en ausencia de indicación al respecto, podría haber interpretado el art. 4.1 como referido exclusivamente al daño patrimonial –como de hecho ha ocurrido en el caso de la responsabilidad derivada del folleto, aun cuando ya existe el cdo. 21 que refuerza la posibilidad de interpretarlo en un sentido diferente, *vid. infra* núms. 46 y 47–. *Vid.* HONORATI, C., "The law applicable...", *cit.*, pp. 150-152, en un momento de la tramitación en el que la regla especial había desaparecido haciendo unas consideraciones en este mismo sentido. En segundo lugar, porque, además, el art. 6 incorpora diversas previsiones adicionales a las que nos referiremos más adelante.

sentido, las normas de responsabilidad civil, más allá de su función compensatoria, desempeñan una función de *enforcement* de la normativa regulatoria y están, así, al servicio de intereses generales⁵⁴⁵. El régimen de responsabilidad derivada del folleto desempeña, de esta manera, una función de protección del mercado: es lo que se ha denominado *regulation through litigation*. Esta es la lectura que hay que hacer del artículo 6 de la Directiva de Folletos, que establece que los Estados miembros deberán aplicar su régimen de responsabilidad civil ante incumplimientos del régimen regulatorio⁵⁴⁶. Pues bien, dada la orientación institucional en materia de responsabilidad derivada del folleto, se puede considerar que el bien jurídicamente protegido es el mercado y que, en consecuencia, el daño relevante a efectos del artículo 4.1 del Reglamento Roma II es aquel que se causa al buen funcionamiento del mercado.

Así lo confirma también el que las propuestas que se han hecho *de lege ferenda*, a las que nos referiremos en el Capítulo Séptimo, precisamente lo que proponen es replicar para los ilícitos del mercado de valores la regla del artículo 6.

46. Sin embargo, la doctrina mayoritaria considera que a efectos del artículo 4.1 el único daño relevante es el daño individual sufrido por cada víctima, ya se trate de un daño que se manifieste físicamente o, como es nuestro caso, de un daño puramente financiero. A su modo de ver, la regla del artículo 6 es una regla especial y no una aclaración del artículo 4.1: el daño supraindividual al que se refiere el artículo 6 no es un daño a efectos de la regla general, que solo se refiere al daño puramente financiero. Esta apreciación es la que habría exigido la introducción de la norma especial para que finalmente fuera de aplicación la ley del mercado afectado. En ausencia de una norma como la del artículo 6, la ley aplicable en materia de ilícitos concurrenciales no habría coincidido *ex* artículo 4.1, o no necesariamente, con la ley del mercado afectado, pues se tendría que haber acudido al lugar de producción del daño puramente financiero sufrido por los sujetos que ejercitan la acción correspondiente⁵⁴⁷.

545. Esta afirmación no puede llevar a concluir que resulta adecuada una conexión accesorio para la determinación de la ley aplicable a la responsabilidad por los motivos que ya hemos señalado. *Vid. supra* Capítulo Cuarto núms. 75 y ss.

546. La función de *enforcement* de las normas de responsabilidad es más clara aún en EEUU, donde estas reciben en supuestos internacionales un tratamiento de normas jurídico-públicas. *Vid. supra* Capítulo Cuarto núms 19-25.

547. Tal falta de coincidencia la pone de manifiesto *inter alia* BASEDOW, J., "Jurisdiction and choice of law in the private enforcement of EC competition law", en BASEDOW, J. (Ed.), *Private enforcement of EC competition law*, Kluwer International, 2007, pp. 229-253, p. 244, cuando señala que el daño sufrido por las víctimas de un cartel es un daño puramente financiero que resulta muy difícil de localizar y que, dependiendo de las circunstancias del caso, se puede localizar en el establecimiento principal de las

Esta interpretación es posible porque, en opinión de este sector de la doctrina, la afirmación del considerando 21 no se puede tomar literalmente. Según señalan, de acuerdo con la propia Comisión en su Propuesta de Reglamento, la posible falta de coincidencia entre lugar de producción del daño individual y supraindividual hacía necesaria la inclusión de la regla del artículo 6⁵⁴⁸. Se pretendía garantizar con ello, cosa que sobrentienden que con la mera aplicación del artículo 4.1 no era posible, la aplicación de la ley del mercado afectado también en aquellos casos en que no coincidiera con la ley del lugar de producción del daño individual.

47. Si hacemos extensible esta interpretación a la responsabilidad derivada del folleto, el artículo 4.1 solo se podría entender referido al daño puramente financiero sufrido por el inversor. Por lo tanto, en ausencia de una regla especial similar a la del artículo 6, no resultaría posible tomar como relevante el daño institucional, por mucho que los objetivos de política legislativa lo aconsejen. Y por el mismo motivo no cabría hacer una aplicación analógica del artículo 6, por cuanto la norma de conflicto contenida en este no es una mera concreción de la regla general⁵⁴⁹.

48. Esta interpretación no debe, a nuestro modo de ver, aceptarse. El principal motivo es que no hay razón para ignorar el tenor del considerando 21, que resulta lo suficientemente claro como para que una afirmación de la Comisión en la Propuesta tenga poco o ningún valor⁵⁵⁰. De

empresas involucradas en lugar de en el mercado donde tienen lugar las prácticas anti competenciales.

548. En puridad, en la Propuesta la regla era estrictamente para supuestos de competencia desleal, pues la regla relativa a daños derivados de la vulneración de normas que prohíben restricciones de la competencia solo se incluyó en el último momento de la tramitación de la norma. Sin embargo, sirve igualmente para ilustrar la cuestión el ejemplo que se propone en relación con el que en la Propuesta era el art. 5. De acuerdo con la Comisión: "The need for a special rule here is sometimes disputed on the ground that it would lead to the same solution as the general rule in Article 3, the damage for which compensation is sought being assimilated to the anti-competitive effect on which the application of competition law depends. While the two very often coincide in territorial terms, they will not automatically do so: for instance, the question of the place where the damage is sustained is tricky where two firms from State A both operate on market B".

549. *Vid.* en este sentido LEHMANN, M., "Proposition...", *cit.*, pp. 503-504. DICKINSON, A., *The Rome II...*, *cit.*, p.397-399, señala asimismo que no puede entenderse que el art. 6 sea una concreción del art. 4.1 y que la afirmación del cdo. 21 hay que leerla en el sentido de que afirma que el art. 6 utiliza la misma metodología que el art. 4, al centrarse en las consecuencias del hecho dañoso.

Otro sector de la doctrina considera que que la función regulatoria de la responsabilidad es mucho más débil en el caso de la responsabilidad derivada del folleto, razón por la cual rechaza una aplicación analógica del art. 6. *Vid.* JUNKER, A., "Der Reformbedarf...", *cit.*, p. 262.

550. HELLNER, M., "Unfair competition...", *cit.*, pp. 54-55, sí entiende que se trata de una concreción del art. 4, aunque no niega que en ausencia del art. 6 existiera el riesgo

hecho, como también reconoce la Comisión en la misma Propuesta, de conformidad con las normas de conflicto autónomas previas a la elaboración del Reglamento Roma II, muchos ordenamientos de Estados miembros alcanzaban el resultado de la aplicación de la ley del mercado afectado a través del principio *lex loci delicti*⁵⁵¹. La inclusión en Roma II de una regla específica en la materia no es consecuencia de la imposibilidad de interpretar la regla general en un sentido similar a como ya se hacía en algunos ordenamientos nacionales, sino fruto de un deseo de clarificar la cuestión a la vez que, sobre esa base, añadir reglas especiales adicionales que se compadecen con los objetivos que se tratan de alcanzar a través de la regulación sustantiva –por ejemplo la exclusión de la posibilidad de elección de ley aplicable–. Carece de sentido negar la posibilidad de interpretar la regla del artículo 4.1 en un sentido similar para supuestos en que no haya una norma como la del artículo 6 que aclare la cuestión –como es el caso de la responsabilidad derivada del folleto– con el argumento de que el mero hecho de haber introducido la aclaración del artículo 6 impide realizar tal interpretación.

49. En suma, la responsabilidad derivada del folleto sigue una lógica similar a la del artículo 6. El bien jurídicamente protegido es el mercado, de manera que la interpretación de la regla *lex loci damni* referida al daño institucional nos parece la más convincente. No obstante, somos conscientes de que se trata de una opción minoritaria en la doctrina que exige un fuerte esfuerzo interpretativo. Por ello, a la hora de concretar el lugar de producción del daño vamos a analizar la cuestión desde ambas perspectivas –daño puramente financiero y daño institucional– para poner de manifiesto las diferentes opciones doctrinales y alcanzar conclusiones acerca de las ventajas e inconvenientes de cada una de ellas.

1.3. Lugar de producción del daño

1.3.1. Introducción

50. El siguiente paso en el análisis es determinar la localización del daño. Las soluciones sugeridas varían, naturalmente, en función de cuál sea el daño relevante. Vamos a analizar las tres soluciones propuestas por la doctrina en relación con la localización del daño puramente financiero sufrido por los inversores y, a continuación, nos referiremos a la localización del daño institucional.

de atender al daño individual en materia de competencia en lugar de al daño al propio mercado al que se refiere al art. 6. *Vid.* en un sentido similar HONORATI, C., "The law applicable...", *cit.*, p. 150 y ss.; PLENDER, R./WILDERSPIN, M., *The European Private...*, *cit.*, p. 615.

551. *Vid.* en materia de normas de conflicto autónomas españolas previas a la elaboración del Reglamento Roma II VIRGÓS SORIANO, M., *El comercio...*, *cit.* *Vid.* llamando la atención sobre la interpretación de la doctrina italiana de la regla *lex loci damni* atendiendo al daño supraindividual HONORATI, C., "The law applicable...", *cit.*, p. 151.

1.3.2. El lugar de producción del daño puramente financiero

a) Centro del patrimonio de la víctima

(i) Introducción

51. Para avanzar la primera de las soluciones es útil retomar la definición del daño que sufre el inversor en supuestos de responsabilidad derivada del folleto como daño puramente financiero. Según señalamos, el daño financiero es aquel que, como en el caso de nuestro objeto de estudio, se padece sin que se haya producido un daño a la persona o a la propiedad. Por ello, se generan problemas para su localización. En la Europa continental se ha denominado también “daño patrimonial” para poner de relieve que el daño lo sufre el patrimonio de la víctima en su conjunto⁵⁵².

Desde este punto de vista, el lugar de producción del daño coincidirá con la localización del patrimonio. Sin embargo, esta referencia no soluciona ningún problema toda vez que el patrimonio es el conjunto de las relaciones jurídicas de un sujeto, al que el ordenamiento dota de unidad, y que carecen, como tales, de una localización física⁵⁵³. Incluso, como se ha señalado, aunque se parta de un concepto fáctico de patrimonio, como conjunto de activos y pasivos de un sujeto, lo habitual es que en nuestros supuestos estos se encuentren localizados en más de un Estado. Luego tampoco esta aproximación resulta de ayuda cuando no se pueda identificar el activo concreto que ha sido dañado⁵⁵⁴. La solución que se ha sugerido en estos supuestos para la localización del daño ha sido atender al centro de vida de la víctima, o residencia habitual, como lugar donde se concentran los activos de esta, donde se adoptan las decisiones relativas a estos y se sufren asimismo las consecuencias negativas⁵⁵⁵.

(ii) STJUE en el asunto *Kronhofer*

52. El TJUE ha abordado la cuestión de la localización del daño puramente financiero, aunque no específicamente en un caso de responsabilidad derivada del folleto, en relación con la aplicación del artículo 5.3 del entonces Convenio de Bruselas en la sentencia en el asunto *Kronhofer*⁵⁵⁶. Veamos a continuación en qué términos y qué utilidad tienen las conclusiones alcanzadas en la decisión a nuestros efectos.

552. Vid. sobre estas cuestiones LEHMANN, M., “Where does...”, *cit.*, pp. 531-532.

553. Sobre el concepto de patrimonio vid. DIEZ PICAZO, L., *Fundamentos del Derecho Civil patrimonial*, Civitas, 1996, p.39.

554. Vid. LEHAMNN, M., “Where does economic loss...”, *cit.*, p. 532, poniendo de relieve estos problemas en relación con la referencia al patrimonio.

555. Vid. LEHAMNN, M., “Where does economic loss...”, *cit.*, p. 537.

556. STJUE de 10 de junio de 2004, *Rudolf Kronhofer y Marianne Maier, Christian Möller, Wirich Hofius, Zeki Karan*, C-168/02 (STJUE *Kronhofer*).

53. Un sujeto domiciliado en Austria es inducido telefónicamente por una empresa alemana a celebrar un contrato sobre opciones de compra de acciones en la Bolsa de Londres sin ser advertido de los riesgos que la operación conllevaba. El sujeto transfirió una cantidad de dinero a una cuenta en Alemania desde la que se invirtió en estos valores. Finalmente pierde parte de lo invertido y demanda ante los tribunales austriacos para solicitar una indemnización. Desde el punto de vista del órgano nacional remitente, el daño se produce en Alemania y plantea una cuestión prejudicial para determinar si el artículo 5.3 del Convenio de Bruselas permite además demandar en el domicilio de la víctima, como lugar donde se encuentra el centro de su patrimonio, aunque el daño se haya producido en otro Estado miembro.

54. Aunque la argumentación del Tribunal es francamente confusa, parece que la particularidad del asunto, respecto de supuestos como el de *Marinari*, es que en este caso no se trata de determinar qué daños son directos y cuáles indirectos. En efecto, a diferencia de aquel supuesto, en *Kronhofer* el tribunal parte, pues así se lo plantea el tribunal remitente, de que el perjuicio financiero sobre el activo concreto –que el tribunal remitente localiza en Alemania, donde se halla la cuenta de inversión– supone el daño directo. El perjuicio sobre el conjunto del patrimonio –que se localiza en el domicilio de la víctima–, y sobre cuya base se pretende demandar ex artículo 5.3 en Austria, es un daño que se produce de forma simultánea. Esto es, el daño sobre los activos concretos produjo un efecto simultáneo sobre todo el patrimonio: ambos son imputables al hecho causal inicial⁵⁵⁷. Por tanto, en esta decisión el Tribunal no se pronuncia acerca de cuál es el daño directo y cuál es el daño indirecto, luego a efectos de la determinación del daño relevante la sentencia no nos permite extraer ninguna conclusión.

55. El Tribunal, además de asumir que el daño patrimonial es el daño directo, hace una segunda asunción como punto de partida de su análisis, que también hemos avanzado ya: tanto el lugar donde se produ-

557. Este parece el elemento diferencial que llevó al tribunal remitente, el *Oberster Gerichtshof* –Tribunal Supremo austriaco–, a plantear la cuestión. Vid. el texto remitido por el tribunal el 9 de abril de 2002 en *International Litigation Procedure* 13 (2003), pp. 242-249; pfo. 17 de la STJUE y pfo. 17 de las Conclusiones del Abogado General Sr. Philippe Lèger, de 15 de enero de 2004. Por ello, la doctrina ha criticado que el TJUE utilizara en su argumentación en *Kronhofer* la referencia a *Marinari*, porque se trata de supuestos diferentes. Vid. MUIR WATT, H., “Cour de justice des communautés européennes -10 juin 2004 (aff. C-168/02)”, *Rev crit DIP*, núm. 2, 2005, pp. 326-335, pp. 332-333, que contrapone este asunto con el asunto *Marinari*, donde el perjuicio que se alega que se ha sufrido en Italia no es imputable al hecho causal inicial, pues se alegan daños a la reputación y contratos perdidos cuando el hecho causal inicial consistía en la retención de unos pagarés y en la detención del propio *Marinari*. Vid. asimismo BLOBEL, F., “European tort jurisdiction and pure economic loss”, *The European Legal Forum*, núm. 3, 2004, pp. 187-191, pp. 189-190.

ce el hecho causal como el lugar de producción del daño es Alemania⁵⁵⁸. Así lo entendió el órgano remitente –austriaco– y así se plasmó en la forma de enunciar la cuestión prejudicial. Todos los elementos del ilícito se concentran en un Estado –Alemania–, de forma que no cabe duda de que los tribunales de tal Estado son competentes para conocer de la reclamación. Lo que se plantea el tribunal austriaco es si en tal caso cabe *también* demandar *ex artículo 5.3* ante los tribunales del Estado donde se concentra el patrimonio de la víctima, que ha sufrido el daño directo de forma simultánea. El tribunal sitúa el lugar donde se concentra el patrimonio de la víctima en el domicilio del inversor.

56. Habida cuenta de que el TJUE parte de esta premisa, no puede afirmarse, desde nuestro punto de vista, que de *Kronhofer* se siga que el lugar de producción del daño sea el Estado miembro donde se tengan las cuentas de inversión. El TJUE no establece nada al respecto, sólo asume el planteamiento del órgano remitente⁵⁵⁹. Sin embargo, no se puede obviar que parte de la doctrina sí ha entendido que de la sentencia se deriva que el lugar de producción del daño es el lugar donde se encuentre la cuenta relevante, quizás por la tendencia del Tribunal a hacer consideraciones *obiter dicta* cuando entiende que el planteamiento del órgano remitente no es el adecuado⁵⁶⁰.

57. Precisamente porque asume el planteamiento del tribunal austriaco acerca de cuál es el lugar de producción del daño, tampoco se pronuncia en ningún momento acerca de las demás posibilidades teóricas relativas a la localización del daño patrimonial. Habida cuenta de que el dinero de *Kronhofer* fue invertido en unos valores altamente especulativos en la Bolsa de Londres, se podría pensar que este fuera el lugar de producción del daño. No resulta extraño que el TJUE no valorase esta posibilidad, por la sencilla razón de que no era lo que le estaban preguntando. Lo que interesaba a la víctima era demandar en Austria, de forma que lo único que se dirimía en el litigio principal era la competencia de los tribunales austriacos *ex artículo 5.3* y solo esto se planteó en la cuestión prejudicial de interpretación. Por tanto, del silencio del Tribunal al respecto tampoco podemos extraer ninguna conclusión a nuestros efectos.

558. *Vid pfs. 12-13 de las Conclusiones del Abogado General en el asunto Kronhofer.*

559. *Vid. en este mismo sentido PLENDER, R./WILDERSPIN, M., The European Private..., cit., p. 525.*

560. En este sentido LEHMANN, M., “Where does...”, *cit.*, pp. 538-539, señala que se trata de la posición del tribunal austriaco pero que el TJUE no critica la posición y, con su razonamiento, la apoya.

(iii) Conclusiones de *Kronhofer* a efectos de Roma II

58. Lo único que establece claramente el TJUE en esta decisión es que no cabe entender que la expresión “lugar donde se hubiere producido el hecho dañoso” del artículo 5.3 comprenda el lugar del domicilio de la víctima, por el mero hecho de que sea el lugar donde se concentran sus activos, cuando el daño directo se ha producido en otro Estado⁵⁶¹. Cabe plantearse a continuación si esta conclusión, adoptada en el ámbito de la competencia judicial internacional, es directamente trasladable al ámbito conflictual. Ello dependerá de los objetivos que hayan guiado al tribunal en su argumentación. No debe olvidarse que el punto de partida en la interpretación de los conceptos utilizados en el Reglamento Roma II es la realizada por el Tribunal en relación con otros instrumentos de su círculo hermenéutico, como el Reglamento Bruselas I.

59. El TJUE en *Kronhofer* parte, como señalábamos, de que la totalidad de los elementos constitutivos de la responsabilidad se localizan en otro Estado. Esto le lleva a afirmar que la buena administración de justicia no aconseja la apertura de un foro ante el domicilio del demandante, en tanto que el artículo 5.3 no puede interpretarse de forma tan amplia como para abarcar cualquier lugar donde se sufren consecuencias de un daño padecido en otro lugar⁵⁶². El Tribunal usa, así, un argumento similar al de *Marinari*, aun habiendo puesto de relieve de forma previa que el asunto presenta un elemento diferencial con aquel que consiste en que en este caso se trata de un perjuicio que “produjo un efecto simultáneo sobre todo su patrimonio”⁵⁶³. Esto es, el daño sufrido por el conjunto del patrimonio es atribuible al mismo hecho causal que el daño que se mantiene que se sufrió en Alemania, luego la situación es, en cualquier caso, diferente a la de *Marinari*⁵⁶⁴. Por tanto, a nuestro juicio este argumento no es convincente⁵⁶⁵.

561. Nótese que recientemente se ha planteado una cuestión prejudicial en un supuesto de responsabilidad derivada del folleto en la que, entre otras cosas, se pregunta si el lugar de producción del daño *ex art.* 5.3 es el domicilio de la persona perjudicada como centro de su patrimonio. *Vid.* Petición de decisión prejudicial planteada por el *Handelsgericht Wien –Austria–* el 3 de julio de 2013, *Harald Kolassa/Barclays Bank PLC*, as. C-375/13.

562. STJUE *Kronhofer*, pfos. 18 y 19.

563. *Vid. supra* núm. 53 y nota al pie núm. 557. Por este motivo entiende MUIR WATT, H., *Vid. “Cour...”, cit.*, pp. 333-335, que la solución podía haber sido diferente de la alcanzada en el asunto *Marinari* y se podía haber entendido que sí estaba justificada la apertura de un foro en el domicilio de la víctima.

564. Crítico por los mismo motivos con la utilización de este argumento BLOBEL, F., “European tort...”, *cit.*, pp. 189-190.

565. Esta solución no es unánime en la doctrina. Desde el punto de vista de LEHMANN, M., “Where does...”, *cit.*, p. 537-541, el domicilio de la víctima es el lugar donde se sufren las consecuencias indirectas del daño y, como tales, han de ser descartadas a

60. A partir de aquí, el Tribunal propone dos argumentos adicionales. En primer lugar, señala, en consonancia con lo que el Abogado General sugiere, que la referencia al domicilio de la víctima como lugar de producción del daño supone la apertura de un *forum actoris* contrario al sistema del Reglamento, cuya regla general es la opuesta, *i.e.* la atribución de competencia a los tribunales del domicilio del demandado. Si este es el fundamento de la interpretación, no existen motivos para que sea directamente trasladable al ámbito de la ley aplicable, toda vez que la solución *per se* no choca con el sistema del Reglamento Roma II.

61. Cosa diferente ocurre con el segundo de los argumentos esgrimidos por el Tribunal, que hace referencia a la falta de previsibilidad de la solución para el demandado⁵⁶⁶. En este punto los objetivos del Reglamento Bruselas I y Roma II son coincidentes: garantizar la seguridad jurídica y la previsibilidad de las soluciones. Si pensamos en un supuesto de responsabilidad derivada del folleto, que el lugar de producción del daño se corresponda con la residencia habitual de la víctima lleva en muchas ocasiones a resultados difícilmente previsibles para el emisor y para el resto de personas potencialmente responsables. Si bien la situación habitual será que el inversor adquiera los valores en su mercado doméstico, al que el emisor ha dirigido la OPV o donde ha solicitado la admisión, y por tanto podrá ser conocido, no se puede descartar que en otras ocasiones los inversores adquieran en mercados extranjeros. En esos casos el domicilio, y así el lugar de producción del daño, es por completo imprevisible para los sujetos que forman parte del círculo de sujetos con legitimación pasiva. En el ámbito de la competencia judicial internacional, se traduciría en la atribución de competencia a múltiple tribunales con los que el emisor no podía contar *ex ante*. En el ámbito de la ley aplicable, se enfrentaría a la aplicación de múltiples leyes igualmente imprevisibles. Por tanto, la interpretación de *Kronhofer* es trasladable a este último.

62. Es más, desde el punto de vista conflictual se añade que esta interpretación no garantiza un equilibrio razonable entre los intereses de las partes, que es otro de los objetivos que la regla *lex loci damni* trata de alcanzar y a cuya luz debemos, pues, interpretarla⁵⁶⁷. El inversor vería aplicada la ley del Estado donde se encuentre su domicilio, con la que previsiblemente esté más familiarizado, mientras que los sujetos responsables se enfrentarían a una pluralidad de leyes que solo podrían determinar una vez que se hubieran interpuesto las demandas.

efectos localizadores.

566. Pfos. 47-50 de las Conclusiones y 20 de la STJUE *Kronhofer*.

567. El cdo. 16 del Reglamento Roma II establece que los dos objetivos de la regla *lex loci damni* son incrementar la previsibilidad de las soluciones y garantizar el equilibrio razonable entre las partes.

63. Un último argumento milita en contra de aplicar esta solución al caso concreto de la responsabilidad derivada del folleto. Este régimen de responsabilidad tiene como objetivo, junto con la compensación del daño sufrido por el inversor por la depreciación de los valores adquiridos sobre la base de un folleto engañoso, el *enforcement* del régimen del folleto, que contribuye a la protección del funcionamiento del mercado. Pues bien, la aplicación de la ley de la residencia habitual del inversor se compadece con el objetivo de protección del inversor, pero no así con el objetivo de protección del mercado⁵⁶⁸. Y ello porque cuando el folleto haya sido aprobado por un Estado miembro, que es la situación tipo de la que pueden conocer los tribunales de los Estados miembros, no solo la ley designada no coincidiría con las normas regulatorias aplicadas –esto no sería un obstáculo para el logro del objetivo siempre que la legislación aplicable fuera la de otro Estado miembro, dado el nivel de armonización de la normativa– sino que resulta potencialmente aplicable la legislación de cualquier Estado del mundo. Por ello, desde este punto de vista tampoco es la solución idónea.

64. En definitiva, parece conveniente, de acuerdo con las consideraciones anteriores, extrapolar al ámbito del Reglamento Roma II la única conclusión clara que se deriva de la sentencia en el asunto *Kronhofer*: a efectos conflictuales tampoco se puede considerar que el lugar de producción del daño se corresponde con el domicilio del inversor, por el mero hecho de ser el lugar donde se concentran sus activos. Así pues, la ley aplicable a la responsabilidad derivada del folleto no es la ley del Estado de la residencia habitual del inversor dañado, *qua lex loci damni*.

b) Cuenta donde se tienen los valores

(i) Planteamiento

65. En los supuestos en que sí se puede distinguir el activo o activos concretos del patrimonio que han sido dañados, se ha sostenido la conveniencia de atender a la *localización de estos*. En nuestro caso, sí existen unos activos que se puedan identificar, de alguna manera, como aquellos que han sufrido el daño: los valores negociables que se han depreciado. Un importante sector de la doctrina ha propuesto estar a la localización de la cuenta de inversión donde se tienen los activos afectados, *i.e.* donde están anotados los valores negociables que se han depreciado⁵⁶⁹.

568. *Vid.* en este sentido *inter alia* EINSELE, D., “Internationales...”, *cit.*, p. 29.

569. En este punto doctrina y jurisprudencia han barajado dos posibilidades en relación con la cuenta relevante: o bien se trata de aquella donde se mantienen los valores o bien de aquella desde donde se hizo la transferencia de fondos para la adquisición de tales valores. La opción entre una y otra parece depender del ánimo fraudulento *ab initio* que pueda tener la persona cuya responsabilidad se alega. Si, por ejemplo, no se pretende adquirir con el dinero transferido desde determinada cuenta valor alguno, el daño se

66. El sector de la doctrina que mantiene *de lege lata* esta posición llega a esta conclusión, mayoritariamente, a partir de la STJUE en el asunto *Kronhofer*. En su opinión, esta no solo lleva a descartar la residencia habitual del inversor como lugar de producción del daño sino que sugiere que el lugar de producción del daño es Alemania, Estado donde se tenía la cuenta de inversión⁵⁷⁰. Más allá de la adecuación del resultado al que ello lleva y al que dedicaremos el resto del punto, hay que recordar, en primer lugar, que a nuestro juicio tal conclusión no puede extraerse de la lectura de la decisión del Tribunal. Si bien esta es bastante ambigua, nos inclinamos por interpretar que el Tribunal no entró a valorar la asunción hecha por el tribunal remitente, *i.e.* que el daño se produjo donde se hallaba la cuenta de inversión, sino que la tomó simplemente como un elemento más del supuesto de hecho⁵⁷¹.

67. Antes de entrar propiamente en la cuestión de la localización de la cuenta de inversión, se hace necesario hacer unas precisiones adicionales acerca de las formas de representación de los valores. Los valores negociables, que son el objeto de las OPVs, son derechos de contenido

sufre en la cuenta que ha visto reducido su saldo con la transferencia. Un ejemplo de supuesto en el que se entendió que el lugar de producción del daño es la cuenta desde la que se transfirieron los fondos se puede encontrar en la decisión del *Bundesgerichtshof* en relación con el art. 5.3 del Reglamento Bruselas I, *vid. IPRax* núm. 5, 2011, pp. 492-495. Si, por el contrario, la inversión se realiza y los valores posteriormente se deprecian, el daño se produce en la cuenta donde se tienen tales valores. Esta última es la posición del tribunal austriaco remitente en *Kronhofer*, que es un supuesto equivalente a estos efectos al que constituye el objeto de este trabajo. Por ello, en este apartado nos vamos a referir solamente a la cuenta donde se tienen los valores. Nótese que la distinción que se dibuja entre ambas posibilidades se explica mejor, a nuestro juicio, de acuerdo con el denominado “test de irreversibilidad”, al que nos vamos a referir en el siguiente punto, *vid. infra* núms. 76-87.

570. Esta es la posición mayoritaria en la doctrina. *Vid.* ARONS, T., “All roads...”, *cit.*, p. 483; JUNKER, A., “Der Reformbedarf...”, *cit.*, pp. 257-269 y pp. 262-263; KIESSELBACH, P., “Prospectus liability: which law applies under Rome II?”, *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, Vol. 26, 2011, pp. 195-197, p. 196; RINGE, W-G./HELLGARDT, A., “The international...”, *cit.*, pp. 22-23.

571. No obstante, recientemente el Abogado General N. Jääskinen, en las Conclusiones presentadas el 29 de noviembre de 2012, asunto *Melzer*, C-228/11, pfs. 30-32, hace una interpretación de la STJUE *Kronhofer* en el sentido de la doctrina mayoritaria. En el asunto *Melzer*, un inversor alemán abre una cuenta de inversión en Reino Unido, donde realiza una serie de transacciones que conducen a unas pérdidas económicas. El tribunal remitente, en el marco de una cuestión prejudicial de interpretación relativa al lugar donde se produce el hecho causal, parte de que el lugar de producción del daño es Alemania, como lugar donde se halla la cuenta desde la que se transfirieron los fondos, *i.e.* la cuenta a partir de la cual se financiaron las operaciones. El Abogado General señala que tal conclusión es contraria a la STJUE *Kronhofer*, de acuerdo con la cual hay que entender que el lugar de producción del daño es Reino Unido –como lugar de situación de la cuenta de inversión–. El TJUE en la Sentencia de 16 de mayo de 2013, *Melzer y MF Global UK Ltd*, C-228/11 (STJUE *Melzer*), que, como decíamos, está referida a la determinación del hecho causal y no a la producción del daño, no hace referencia, por el contrario, a esta cuestión.

patrimonial frente a un emisor y así bienes intangibles carentes de *situs* físico. La ley conforme a la que se ha creado ese intangible es la que establece qué características tiene, incluido si es negociable, y las formas de representación. De acuerdo con la ley española, estos se pueden incorporar en dos soportes: títulos-valor y anotaciones en cuenta⁵⁷². De esta forma, el bien intangible se cosifica y con ello se facilita su circulación. Pues bien, quienes proponen atender a la localización de la cuenta donde se tienen los valores a efectos de la determinación de la *lex loci damni* en puridad lo que sugieren es atender a la localización no de los valores negociables, que como decíamos carecen de *situs*, sino de su representación⁵⁷³. Por lo tanto, quienes mantienen esta postura parten de una primera ficción: la asimilación del valor negociable con el soporte en el que se incorpora para facilitar su circulación.

68. La referencia a las formas de representación de los valores negociables nos obliga, a su vez, a hacer una breve alusión a las formas de tenencia de valores antes de poder pronunciarnos acerca de la localización de estos. Se pueden distinguir dos sistemas de tenencia de valores: un sistema de tenencia directa y un sistema de tenencia indirecta⁵⁷⁴. Los sistemas de tenencia directa son aquellos en los que el nombre del inversor aparece en el primer nivel de registro. Esto es, en el sistema donde el emisor ha hecho el registro original de la emisión, que se denomina genéricamente CSD, acrónimo de la expresión anglosajona *central securities depository*. De esta manera, son los titulares de la inversión los que están legitimados frente al inversor. Se considera un sistema de tenencia directa precisamente por ese motivo el sistema español, aunque haya dos niveles de registro. El registro original de los valores negociados en mercados regulados está atribuido a Iberclear, el CSD español, que tiene una serie de entidades participantes con cuentas abiertas en él para sus propios valores y para los de sus clientes. Aunque el detalle de las inversiones de sus clientes solo figura en el segundo nivel, *i.e.* en el registro de la entidad participante, las transferencias en el nivel inferior se reflejan siempre en el nivel superior. Ello, unido a la prohibición de que haya

572. Art. 5 LMV. Cuando se trata de sociedades cotizadas solamente se pueden representar mediante anotaciones en cuenta (art. 496 LSC).

573. Como señala OOI, M., *Shares and other securities in the conflict of laws*, Oxford University Press, 2003, p. 13 y 45, la representación del valor “no es” el valor.

574. En lo que sigue de análisis hemos asumido que los valores se han representado mediante anotaciones en cuenta. Esta opción responde al hecho, ya señalado en la nota núm. 572, de que de conformidad con la legislación española los valores que vayan a ser admitidos a negociación en un mercado, como será el caso de la mayor parte de los valores objeto de OPVs, han de estar representados de esta manera. No obstante, las cuestiones a las que nos referiremos son similares para aquellos casos en los que los valores estuvieran representados mediante títulos-valor, en tanto que estos generalmente van a quedar inmovilizados y las transferencias se realizarán asimismo mediante anotaciones en cuenta.

algún intermediario entre la entidad participante y el inversor, hace que este esté legitimado frente al emisor y por ello se entienda que se trata de un sistema de tenencia directa⁵⁷⁵.

En los sistemas de tenencia indirecta, por el contrario, se interponen uno o más intermediarios adicionales entre el CSD o la entidad participante y el inversor, de forma tal que este último carece de legitimación frente al emisor. Tal es el caso, típicamente, en supuestos transfronterizos cuando un inversor adquiere valores fuera del Estado de su residencia habitual, *i.e.* adquiere valores registrados en un CSD extranjero. En esos casos, lo habitual será que el inversor, en lugar de dirigirse a un intermediario del país en el que pretende realizar la inversión se dirija a su intermediario local. En el supuesto más sencillo, este, a su vez, contactará con una entidad participante del CSD del Estado donde se quiere invertir.

69. La determinación del lugar donde se tienen los valores es distinta en función del sistema de tenencia de estos. Mientras que en los sistemas de tenencia directa, que quedan circunscritos a supuestos internos, la ausencia de intermediación hace que se pueda identificar la localización de los valores con el registro original de estos, en los sistemas de tenencia indirecta esta localización no resulta relevante. Según se ha puesto de relieve, carece de sentido atender a este registro original en tanto que el bien que tiene el inversor, que no tiene legitimación directa frente al emisor y que solo tiene acción frente al intermediario inmediato en la cadena, es un bien diferente de aquel que se ha emitido⁵⁷⁶. En términos generales, los inversores adquirentes en una OPV transfronteriza tendrán sus valores a través de una cadena de intermediarios, en tanto que a través de este tipo de operaciones lo que se pretende fundamentalmente es captar el ahorro de inversores cuya residencia habitual está en Estados diferentes del Estado donde se localiza la sede del emisor, que es donde el emisor habrá hecho, previsiblemente, el registro original de la emisión. Por lo tanto, en las OPVs transfronterizas el sistema de tenencia será indirecto. Esto nos obliga a detenernos brevemente en la determinación del lugar donde se tienen los valores en tales supuestos.

En estos casos, se acepta con carácter general la regla PRIMA, acrónimo de la expresión *place of the relevant intermediary approach*, que señala como lugar relevante la localización de la cuenta del intermediario donde el inversor tiene anotados a su nombre los valores. Esta regla ha sido acogida en instrumentos como la Directiva 2002/47/CE,

575. *Vid.* de forma general sobre el sistema de tenencia en España GARCIMARTÍN ALFÉREZ F.J., "The UNIDROIT Project on Intermediated Securities: Direct and Indirect Holding Systems", *Indret*, núm. 1, 2006, 324, www.indret.com, pp. 7-13.

576. Esto es, se desecha el denominado *look through approach*, que consiste en atender en supuestos de tenencia indirecta de valores al lugar del registro original de estos. *Vid.* OOI, M., *Shares and other securities...*, *cit.*, p. 103.

sobre acuerdos de garantía financiera, o en la Directiva 2001/24/CE, sobre saneamiento y liquidación de entidades de crédito⁵⁷⁷. La localización de tal cuenta no plantea, en principio, problemas en la práctica: se localiza en la sucursal de la entidad de crédito o empresa de servicios de inversión donde el inversor figura como titular. Por su parte, el Convenio de la Haya sobre ley aplicable a ciertos derechos sobre valores depositados en un intermediario, que parte de la regla PRIMA, se aparta en cierto modo de ella al tratar de dar una respuesta más amplia que englobe los casos en que la sucursal concreta donde el inversor tiene la cuenta sea difícil de localizar⁵⁷⁸. Se opta por un modelo en que, para la determinación de la ley aplicable a los aspectos jurídico reales a los que se refiere el Convenio, se atiende al acuerdo entre las partes pero solo si se satisface un test de realidad: la ley aplicable será la ley elegida por las partes para el contrato de cuenta –acuerdo entre las partes– siempre que elijan la ley de uno de los Estados en los que el intermediario tenga un establecimiento desde el que realice sus actividades –test de realidad–⁵⁷⁹. La adaptación hecha por el Convenio de la Haya de la regla PRIMA lleva en la práctica a resultados similares: la cuenta relevante está donde el inversor haya decidido que esté.

(ii) Valoración

70. Una vez hecho el planteamiento, corresponde que nos detengamos en los problemas que, a nuestro juicio, genera esta solución. De un

577. De acuerdo con el art. 9.1 de la Directiva 2002/47/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de junio de 2002, sobre acuerdos de garantía financiera “Toda cuestión relativa a cualesquiera de los temas especificados en el apartado 2 en relación con una garantía prendaria de anotaciones en cuenta se regirá por la legislación del país en que se encuentre la cuenta principal”, siendo que la “cuenta principal” es ex art. 2.1 h) “el registro o cuenta —que puede estar mantenido por el beneficiario de la garantía— en que se efectúan las anotaciones por las cuales se presta al beneficiario dicha garantía prendaria de anotaciones en cuenta”. De acuerdo con el art. 24 de la Directiva 2001/24/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de abril de 2001, relativa al saneamiento y a la liquidación de las entidades de crédito “el ejercicio de los derechos de propiedad o de otros derechos sobre instrumentos cuya existencia o transferencia suponga una inscripción en un registro, en una cuenta o en un sistema de depósito centralizado poseídos o situados en un Estado miembro se regirá por la legislación del Estado miembro en el que se posee o se sitúa el registro, la cuenta o el sistema de depósito centralizado en el que estén inscritos dichos derechos”.

578. Los arts. 4 y 5 del Convenio de la Haya sobre ley aplicable a ciertos derechos sobre valores depositados en un intermediario, hecho el 5 de julio de 2006. Tanto este instrumento, que aún no ha sido ratificado, como el anterior que mencionamos, la Directiva de acuerdos de garantía financiera, se refieren a la determinación de la ley aplicable a cuestiones jurídico-reales.

579. Para los supuestos en los que no se cumpla el test de realidad o no haya habido elección, se establecen una serie de conexiones subsidiarias. *Vid.* sobre todas estas cuestiones GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J., “El Convenio de la Haya sobre la ley aplicable a ciertos derechos sobre valores depositados en un intermediario”, *RDBB*, núm. 30, 2003, pp. 163-189, pp. 173 y ss.

lado, es cuestionable que realmente el daño se produzca en la cuenta en la que se mantienen los valores. De otro lado, incluso aunque asumiéramos que es así, el resultado al que lleva es inaceptable.

71. Para empezar, nos podemos preguntar si es adecuado interpretar que el daño se produce en el lugar donde se tiene la cuenta en que los valores están anotados a nombre del inversor. Conviene tener en cuenta, en primer término, que en la base de la argumentación de quienes mantienen esta solución está la asimilación entre el valor negociable y el soporte en el que se incorpora para facilitar su transmisión. Sin embargo, como hemos señalado, la representación “no es” el valor negociable. Los títulos-valor y las anotaciones en cuenta no son más que soportes a los que la legislación conforme a la que han sido creados los valores permite que se incorporen con el objetivo de facilitar su circulación. En estas circunstancias, cabe preguntarse en qué medida resulta adecuado referirse a la localización de la representación del valor negociable, cuya finalidad es facilitar la circulación del valor, para determinar el lugar donde se ha producido lo que se afirma que es un daño al propio valor. Máxime cuando la localización de tales soportes no deja de ser otra ficción jurídica: como hemos señalado, en los supuestos que nos ocupan, los valores se mantendrán, en la mayor parte de los casos, a través de intermediarios, lo que obliga, a su vez, a localizar la cuenta del intermediario relevante.

Incluso si aceptamos la asimilación entre el valor negociable y su representación, la solución no deja de ser insatisfactoria. Atender a la localización de la cuenta donde se tienen los valores reposa sobre la idea de que es posible individualizar los activos concretos del inversor que se han visto dañados, que son, de acuerdo con esta opinión, esos valores allí mantenidos. Sin embargo, el daño que se alega que han sufrido los valores negociables consiste en su depreciación, *i.e.* la pérdida de su valor de mercado. En la medida en que lo que podríamos denominar “características intrínsecas” de los valores negociables, *i.e.* derechos que los integran y el valor nominal, no varían sino que solamente lo hace lo que el mercado está dispuesto a pagar por ellos, entender que en el *situs* que le hemos atribuido al valor negociable y que, recordemos, es también fruto de una ficción consistente en identificar el valor con su representación, se produce el daño no parece la mejor solución. Si el daño consistiera en la afectación de tales derechos, todavía se podría mantener que el lugar de producción del daño es el lugar de situación del activo. Pero cuando lo que se ve afectado es el precio que en el mercado se está dispuesto a pagar por el mismo valor negociable, parece que la localización del valor negociable –*rectius*, del soporte al que se incorpora para facilitar su circulación– debería ceder su relevancia en favor de otras localizaciones diferentes⁵⁸⁰.

580. *Vid.* GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J., “The law applicable...”, *cit.*, p. 453.

72. Pero, como anunciábamos, los problemas no se agotan con la inadecuación de la cuenta donde se tienen los valores como lugar de producción del daño. Es más, el problema esencial es el resultado al que ello lleva. La localización de la cuenta donde se tienen los valores depende estrictamente de la voluntad del inversor y con ello se hace depender de la voluntad de este la ley que resulta aplicable en supuestos de responsabilidad derivada del folleto⁵⁸¹. Habida cuenta de que el ámbito de aplicación del Reglamento es universal, es potencialmente aplicable la ley de cualquier Estado del mundo.

73. Este resultado es contrario a los objetivos que persigue el Reglamento Roma II. En primer lugar, se trata de una solución que lleva a resultados completamente imprevisibles. Desde este punto de vista, la solución es incluso peor que la identificación del lugar de producción del daño con la residencia habitual del inversor, por cuanto al menos en el mercado primario la residencia habitual del inversor coincidirá en gran parte de los casos con el mercado al que se dirige la oferta. Esto permite al emisor prever la ley aplicable en tales casos. Con esta solución, ni siquiera eso se garantiza.

En segundo lugar, no proporciona un equilibrio adecuado entre las partes porque mientras que el inversor conocerá la localización de la cuenta y, por tanto, la ley aplicable a la responsabilidad, para el emisor es algo imposible de averiguar *ex ante*. Debería responder, en su caso, de conformidad con múltiples leyes que no ha podido prever con antelación cuáles son. Como resultado de ello, las ofertas públicas transfronterizas se desincentivarían. En el mejor de los casos, el emisor incrementaría el precio de los valores, previendo la posibilidad de verse obligado a responder de conformidad con una pluralidad de leyes por completo imprevisibles. En otros casos, operaciones que en otras circunstancias serían provechosas para las partes, nunca se llegarían a realizar⁵⁸².

74. Por otra parte, atender a la localización de la cuenta donde se tienen los valores no se compadece con los objetivos de política legislativa que el régimen jurídico sustantivo de la responsabilidad civil derivada del folleto pretende alcanzar. Al menos por lo que hace al objetivo de protección del funcionamiento del mercado, que se logra a través de la función que desempeña la responsabilidad civil como mecanismo de

581. De acuerdo con LEHMANN, M., "Where does...", *cit.*, pp. 543-544, para la localización de la cuenta la solución del Convenio de la Haya no es adecuada porque lleva a resultados arbitrarios y no ha de tenerse, pues, en cuenta. Recuérdese en esta norma como regla general la ley aplicable es la elegida por las partes aunque sujeta tal elección, eso sí, a un test de realidad. Sin embargo, la solución de la regla PRIMA es similar a la del Convenio por cuanto el inversor decide dónde quiere localizar la cuenta y de esta manera decide también qué ley le es de aplicación.

582. Este riesgo lo pone de relieve LEHMANN, M., "Proposition...", *cit.*, pp. 493-494.

enforcement de las normas regulatorias. Los tribunales de los Estados miembros típicamente van a conocer de una demanda cuando el folleto haya sido aprobado en un Estado miembro, mientras que la ley designada es potencialmente la de cualquier Estado del mundo. En la medida en que es posible aplicar la ley de un tercer Estado, la función de *enforcement* de las normas regulatorias que la responsabilidad está llamada a desempeñar no está garantizada, en el mismo sentido que ya señalamos en relación con la posibilidad de aplicar la ley de la residencia habitual del inversor.

75. Asimismo, la aplicación de las múltiples leyes de los Estados donde los inversores tengan una cuenta lleva a un trato desigual entre los inversores que han adquirido sobre la base de un mismo folleto en un mismo mercado, lo cual carece de justificación⁵⁸³. En supuestos puramente internos, todos los inversores que adquieren sobre la base de un folleto reciben el mismo tratamiento. Cuando estamos en supuestos internacionales, el punto de partida es que por cada mercado en el que se lance una oferta se hace necesaria la aprobación de un folleto, *i.e.* es de aplicación el régimen regulatorio del mercado afectado. La excepción a ello son los supuestos, caso de la UE, en que se aplique la regla de reconocimiento mutuo: su puesta en funcionamiento exige una fuerte armonización de los regímenes involucrados, razón por la cual en último término carece de importancia que se aplique el régimen regulatorio del mercado afectado o del Estado miembro de origen.

Pues bien, en paralelo a lo afirmado respecto del régimen del folleto como regla general, y en la medida en que la responsabilidad civil no está armonizada, es deseable que los inversores adquirentes sobre la base de un mismo folleto en un mismo mercado –aunque este, en el marco de la UE, se utilice además en otros mercados diferentes– reciban el mismo tratamiento. En definitiva, la traslación a supuestos internacionales de los objetivos que se tratan de alcanzar en el nivel material supone que los inversores que adquieran sobre la base del mismo folleto en un mismo mercado reciban el mismo tratamiento. Con la solución a la que nos referimos en este epígrafe este objetivo no se logra.

c) Recepción de información + adquisición

76. Otra propuesta para la localización de los daños puramente financieros que se derivan de la difusión de informaciones engañosas, muy diferente de las dos anteriores, sitúa tal daño en el lugar donde se ha recibido la información y se ha actuado en consecuencia. Para llegar a este resultado, en esta orientación se parte de la pregunta: ¿cuándo se

583. *Vid.* GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J., “The law...”, *cit.*, p. 453.

produce el daño? Se trata de determinar en primer término el momento de la cadena causal en que el sujeto actúa sobre la base de la información engañosa recibida de forma tal que el daño ya no es evitable. A esta aproximación se la ha denominado “test de irreversibilidad”⁵⁸⁴. Una vez que hayamos identificado tal momento procederemos a localizarlo, *i.e.* a determinar “dónde” se produce el daño, que es, naturalmente, lo que a nuestros efectos interesa.

(i) ¿Cuándo se produce el daño?

77. De acuerdo con el denominado “test de irreversibilidad” el momento relevante es aquel en el que evitar el daño ya no está en manos de la víctima⁵⁸⁵: cuando se recibe la información engañosa, se confía en ella y se actúa en consecuencia⁵⁸⁶. La recepción de la información es, en sí misma, irrelevante⁵⁸⁷.

78. La primera cuestión que se plantea es cuándo se actúa sobre la base de la información engañosa de forma que el daño ya no sea evitable. Esto es, cuál de los eventos de la cadena causal que se suceden temporalmente es el relevante. No es fácil determinar tal momento, en tanto que puede haber casos en que la actuación de la víctima, consecuencia de la información, no sea más que un elemento más en la cadena de causalidad y el daño no sea en ese momento irreversible. Un ejemplo de ello lo encontramos en la sentencia en el asunto *Kronhofer* si la analiza-

584. *Vid.* en cuanto al “test de irreversibilidad” a efectos de determinación de la competencia judicial internacional BRIGGS, A./ REES, P., *Civil jurisdiction and judgements*, Informa, 2009, p. 275; MANKOWSKI, P., “Section 2...”, *cit.* Este enfoque empieza a extenderse también en el ámbito de la ley aplicable. *Vid.* CORNELOUP, S., “Roma II...”, *cit.*, p. 74-75 y nota al pie núm. 28, que señala que esta es la interpretación que están haciendo los tribunales franceses en casos de responsabilidad civil de analistas financieros. *Vid.*, por otra parte, también en materia de ley aplicable denominando a un enfoque muy similar al que nosotros nos referimos “regla del primer impacto” BACH, I., “Article 4: General Rule”, en HUBER, P. (Ed.), *Rome II Regulation*, European Law Publishers, 2011, pp. 64-113.

585. *Vid.* DICKINSON, A., *The Rome II...*, *cit.*, p. 328.

586. En relación con el Reglamento Bruselas I *vid.* BRIGGS, A./ REES, P., *Civil jurisdiction...*, *cit.*, pp. 274-276; MANKOWSKI, P., “Section 2...”, *cit.*, p. 208.

587. Así lo han puesto de manifiesto diversos autores. *Vid. inter alia* LEHMANN, M., “Where does...”, *cit.*, pp. 536-537. MANKOWSKI, P., “Section 2...”, *cit.*, p. 208, señala -si bien en relación con la operación posterior, que consiste en la localización del momento relevante, y a la que nos referiremos más adelante, *vid. infra* núms. 83 y ss.- que si el lugar de recepción de la información no es el mismo lugar que aquel donde se ha actuado, este último es el que ha de prevalecer. Igualmente afirma que si en ese lugar no hay activos que se vean afectados por la decisión, debería prevalecer la localización de esos activos. Por lo tanto, a su modo de ver, en último término el lugar relevante es el de la localización de los activos. Sin embargo, en nuestro caso no debería atenderse a este lugar en tanto que la localización que de los valores negociables se pueda hacer no es relevante a nuestros efectos, según hemos ya puesto de manifiesto.

mos a la luz de esta aproximación. En ella el tribunal austriaco remitente entendió que la cuenta del inversor en Austria desde donde salieron inicialmente los fondos no era el lugar de producción del daño⁵⁸⁸. Esta conclusión se explica muy bien en aplicación del test de irreversibilidad, si se considera que no es hasta que se invierte en valores en la Bolsa de Londres que se sufre el daño, toda vez que hasta ese momento el resultado dañoso era evitable⁵⁸⁹. En otras decisiones de tribunales nacionales, también relativas a la aplicación del artículo 5.3, este razonamiento se sigue expresamente⁵⁹⁰.

79. En las OPVs el inversor recibe con el folleto la información sobre cuya base –o más bien sobre la base del precio que en él figura– ha de decidir si adquiere o no los valores. Caso de que decida hacerlo, puede entenderse que ese será el momento en el que el inversor “actúa en consecuencia”. Pero ¿cuál es el preciso momento en que deja de estar en manos del inversor evitar el daño como exige el test de la irreversibilidad? Se puede interpretar que a efectos conflictuales ya no es evitable

588. Nótese que esta conclusión es diferente a la adoptada por el tribunal remitente en la STJUE *Melzer* y que generó las críticas del Abogado General en sus conclusiones –si bien, a nuestro modo de ver, por motivos equivocados–. *Vid. supra* nota núm. 571.

589. *Vid.* PLENDER, R./WILDERSPIN, M., *The European Private...*, *cit.*, pp. 525-529, realizan un análisis similar del asunto *Kronhofer* a la luz de este test y concluyen que el daño se produce en Reino Unido, en tanto que es en el momento de la inversión en valores en la Bolsa de Londres cuando el daño deja de ser evitable para la víctima.

Asimismo esta interpretación del lugar de producción del daño explica muy bien otras decisiones como la decisión del *Bundesgerichtshof* a la que nos referíamos anteriormente –*vid. supra* nota núm. 569–: el tribunal está en ese caso a la cuenta desde donde se transfieren los fondos inicialmente y la explicación es que ya en ese momento el daño era irreversible.

590. Dos sentencias de la *High Court of Justice* en aplicación de los art. 5.3 del Convenio de Lugano y el Reglamento Bruselas I en supuestos de daños puramente financieros hacen una interpretación en este sentido, *Domicrest Ltd vs Swiss Bank Corp* [1998] EWHC 2001 (QB) y *Maple Leaf Macro Volatility Master Fund Ltd vs Rouvray* [2009] EWHC 251 (Comm), si bien no son supuestos de responsabilidad derivada del folleto.

Téngase, sin embargo, en cuenta que parte de la doctrina rechaza expresamente esta interpretación. Según señala LEHMANN, M., “Where does...”, *cit.*, pp. 536-537, en relación con la operación posterior, que consiste en la localización del momento relevante, en último término, e independientemente de que el tribunal afirme que se atiende al lugar donde se recibe la información y se actúa en consecuencia, lo que es realmente relevante es el lugar donde –o el momento en que– el activo relevante sale de la esfera de control de la víctima. Desde su punto de vista, esto es lo que subyace en la sentencia *Domicrest*, en tanto que el lugar del “acting upon” se identifica con el lugar donde los activos salen del control del demandante. Esto es, al final se remite a la localización de los activos dañados. En opinión del autor esta es, además, la única posición razonable. Si trasladamos la interpretación anterior a nuestro objeto de estudio, no deberíamos atender al lugar donde el activo sale del control del demandante sino a aquel en que entra en su patrimonio, como señalaremos más adelante, en tanto que el daño se sufre en estos supuestos por la adquisición de activos a un precio distorsionado por la difusión de información engañosa. No obstante, esta interpretación ya la hemos rechazado. *Vid. supra* núms. 65-75.

en el momento de la adquisición de un activo cuyo precio es sólo fruto de las informaciones engañosas y que, antes o después, al conocerse la verdadera situación del emisor se va a reajustar a la realidad. Así pues, con la celebración del contrato el daño sería irreversible, aunque no sea hasta la anotación de los valores a nombre del inversor, al menos en algunos ordenamientos como es el caso del Derecho español, cuando el activo entra en el patrimonio del inversor. En definitiva, desde esta perspectiva, el momento en el que el inversor que recibe la información engañosa y actúa sobre su base es el momento en el que se lleva a cabo la transacción⁵⁹¹.

80. Este momento se puede interpretar de dos maneras diferentes. En primer lugar, se puede entender referido a la primera de las transacciones que se llevan a cabo, pues en ese momento ya se ha producido *un* daño. Este será el que resulte luego relevante a efectos localizadores. Desde esta perspectiva, la transacción relevante se produce, por definición, en el mercado primario. En segundo lugar, cabe que esté referido a la adquisición por parte de cada inversor concreto, con nombre y apellidos, que luego reclama la indemnización. Esta segunda posibilidad nos parece más convincente. Así pues, el momento relevante será aquel en que cada uno de los inversores haya adquirido, de la misma manera que en los anteriores enfoques era relevante cada una de las cuentas de inversión o la residencia de cada uno de ellos. Por tanto, se puede tratar tanto de transacciones que se producen en el mercado primario como de transacciones que se producen en el mercado secundario.

81. Esta solución conflictual plantea una dificultad interpretativa nada desdeñable: parte de que el daño patrimonial se sufre ya en el momento de la adquisición de los valores. Sin embargo, desde el punto de vista del régimen sustantivo, el daño no se padece en el momento de la adquisición de estos sino con su depreciación. El daño sufrido por el

591. La *Corte Suprema di Cassazione* se ha referido en una decisión de 8 de abril de 2011 a esta cuestión en relación con unas participaciones de Thema international Fund plc, una SICAV constituida conforme a Derecho irlandés, adquiridas sobre la base de un folleto. Esta cuestión queda fuera del ámbito de aplicación de la Directiva de Folletos y, por tanto, de las cuestiones a las que nos estamos refiriendo. Sin embargo, las conclusiones son perfectamente trasladables en este punto. En aquel caso, el tribunal puso de relieve que, desde el punto de vista de la causalidad material, el daño sufrido por los inversores no lo constituía la depreciación de los valores sino la propia adquisición de estos. Por ello, se refiere al lugar de producción del daño como el lugar de colocación de los valores a efectos de la aplicación del Reglamento Roma II. Sin embargo, a diferencia de lo que señalaremos nosotros, *vid. infra* núms. 83-85, entiende que tal lugar es aquel en el que esté la cuenta del intermediario relevante de acuerdo con la regla PRIMA. La lectura, a nuestro juicio adecuada, de la sentencia exige entender que la referencia a la localización de la cuenta se realiza como concreción del lugar de colocación y adquisición, no como lugar donde se encuentran los activos dañados como mantiene parte de la doctrina. Así pues, el planteamiento de la sentencia es adecuado, si bien el resultado final no lo es.

inversor y cuya compensación busca lo constituye la diferencia entre el precio inicial de los valores y el precio tras la difusión de la verdadera información sobre el emisor.

82. Ante esta dificultad interpretativa cabría argumentar que, desde la perspectiva de las normas de conflicto, la depreciación de los valores se configura meramente como la manifestación del daño, irrelevante a efectos localizadores. De la misma manera que en el caso de un sujeto que haya sufrido un accidente en un Estado y solo posteriormente se manifiesten secuelas físicas en otro Estado, secuelas que han de ser descartadas a efectos localizadores *ex artículo 4.1*, la depreciación de los valores podría entenderse igualmente irrelevante como daño consecutivo.

Desde esta perspectiva, la depreciación de los valores solamente sería relevante a efectos sustantivos. Ilustremos este punto con un ejemplo. Imaginemos un grupo de inversores que adquirieron valores negociables sobre la base de un folleto engañoso y reclaman una indemnización ante los tribunales. Entre ellos, pongamos por caso, algunos habían vendido los valores cuando estos habían comenzado a depreciarse y otros cuando el precio de los valores había tocado fondo. El momento relevante a efectos localizadores es, de acuerdo con el enfoque que analizamos, la adquisición de los valores. En qué medida se manifiesta luego el daño, *i.e.* la cuantía del daño, que está en función del momento en que el inversor ha vendido o ha dejado de vender los valores, es una cuestión sustantiva que competirá determinar a la ley designada. Carece, así, de relevancia conflictual. Pues bien, si esto se afirma en relación con la medida en la que se ha manifestado el daño, lo mismo podrá hacerse respecto a la propia manifestación del daño. Imaginemos que junto con los dos grupos anteriores de inversores hay un tercero que ha vendido antes de que los valores se hayan comenzado a depreciar. De nuevo, el evento relevante a efectos conflictuales lo constituye la adquisición de los valores a un precio distorsionado. Si estos se han depreciado o no –y si, por tanto, procede otorgar al inversor una indemnización– es una cuestión que ha de resolver la ley aplicable y que no ha de tenerse en consideración, por el contrario, a efectos localizadores⁵⁹².

592. Llega a esta misma conclusión, si bien sin hacer este análisis BACH, I., “Article 4 ...”, *cit.*, pp. 84-85, que señala que en supuestos de responsabilidad derivada del folleto, para la determinación del daño relevante hay que estar a la “regla del primer impacto”. Ese primer impacto lo constituye la adquisición de los valores y no su posterior pérdida de valor. El lugar de adquisición de los valores el autor lo sitúa de forma genérica en el mercado.

(ii) ¿Dónde se produce el daño?

83. Respondida la pregunta acerca de “cuándo” se produce el daño, queda por determinar lo verdaderamente relevante a nuestros efectos: dónde se produce este. Esto es, dónde se celebra el contrato.

84. En el mercado primario, el lugar de recepción de la información engañosa y el lugar donde se celebra el contrato van a coincidir. La información engañosa se difunde en cada mercado nacional donde el emisor ofrece los valores o solicite la admisión a negociación. Por lo general, el sindicato de colocación cuenta con bancos o empresas de servicios de inversión locales para cada mercado nacional, a los que queda reservado determinado número de valores. No en vano una de las razones por las que se acude a este tipo de entidades en la distribución de los valores es para aprovechar su propia red comercial y su clientela. Por ello, es fácilmente comprensible que se acuda a intermediarios de cada mercado en el que se oferten los valores para que sean colocados entre los clientes de estos en cada Estado. Pues bien, en el mercado primario será fácilmente identificable el lugar de la adquisición de cada inversor, en tanto que adquirirán de los intermediarios locales que actúan en determinado tramo internacional y que, en muchos casos, también actuarán como comisionistas del inversor⁵⁹³. En esos casos, lugar de recepción de la información engañosa y lugar de adquisición de los valores sobre la base de esta van a coincidir: será cada uno de los mercados a los que el emisor se dirige o donde solicita la admisión a negociación de sus valores⁵⁹⁴.

85. Cosa diferente ocurre con las adquisiciones hechas en el mercado secundario. En esos casos, la adquisición de los valores se puede producir en mercados nacionales diferentes de aquellos a los que el

593. Esta afirmación podría ponerse en duda si volvemos a las decisiones de la *Cour d'appel* de París y la *Cour de Cassation* a la que nos referimos en la nota núm. 527. En aquellos casos se identifica como hecho generador del daño, a nuestro parecer erróneamente, la difusión de información engañosa y suscripción de las participaciones y la suscripción de las participaciones a secas, respectivamente. Pues bien, mientras que la *Cour d'appel* localiza la suscripción en Francia, desde el punto de vista de la *Cour de Cassation* tal lugar es Luxemburgo. Sin embargo, el argumento utilizado por ella aclara la cuestión: se afirma que la suscripción de las participaciones se produce en un momento anterior al de la autorización para su comercialización en Francia, otorgada por la autoridad competente. Recuérdese también que esta decisión, aunque nos sirve de referencia en nuestro ámbito de estudio, no alude a un supuesto de responsabilidad derivada del folleto, de manera que ciertas prácticas se apartan de las que se producen en el marco de una OPV.

594. Sin entrar en detalle en la cuestión, a la que nos referiremos en el siguiente epígrafe, cuando hay una pluralidad de mercados nacionales a los que se dirija la oferta, la ley aplicable a la reclamación de cada inversor dependerá del mercado en el que haya adquirido este. También analizaremos en detalle en el próximo epígrafe qué hemos de entender por mercado nacional al que se dirige la oferta.

emisor ha dirigido la oferta y, por tanto, diferentes de aquellos en los que se ha difundido la información engañosa. Piénsese, por ejemplo, en los casos en los que el inversor adquiere los valores al margen de los mercados organizados, *over the counter* (OTC). Esta situación, aunque inhabitual, tampoco es impensable habida cuenta de que los inversores adquirentes en el mercado secundario no son necesariamente inversores minoristas⁵⁹⁵. En los supuestos de disociación entre lugar de recepción de la información y lugar donde se adquieren los valores, habrá que estar a este último lugar en tanto que, desde esta perspectiva, solo en ese momento el daño es irreversible. De ello se sigue que, cuando el inversor haya adquirido sobre la base del folleto en el mercado secundario, aunque marginales, habrá casos en que la ley aplicable no sea la de uno de los mercados a los que se haya dirigido la oferta.

86. En la medida en que el lugar de recepción de la información engañosa y el lugar de adquisición coincidan, el resultado al que se llega es satisfactorio. En efecto, se trata de una buena solución en cuanto que proporciona, en términos generales, una respuesta previsible para las partes y garantiza un equilibrio adecuado entre ellas: el emisor elige a qué mercados nacionales dirige la oferta, donde el inversor recibe la información y adquiere los valores que posteriormente se van a depreciar.

Además, es una solución que se compadece con los dos objetivos de política legislativa que subyacen en la regulación material de la responsabilidad derivada del folleto. La aplicación de la ley del mercado afectado asegura la función de *enforcement* que desempeña la responsabilidad porque permite, en un ámbito que no está armonizado, que cada Estado establezca los estándares de actuación con el fin de proteger el funcionamiento del propio mercado. También garantiza la protección del inversor al aplicarse la ley del lugar donde este ha adquirido. Habida cuenta de que las OPVs están dirigidas a inversores minoristas, que en términos generales adquieren en su mercado doméstico, al menos en los mercados primarios lo habitual será que la ley finalmente aplicada sea la de la residencia habitual del inversor.

Por último, se trata de una interpretación que permite alinear la solución del Reglamento Roma II con las existentes a nivel comparado a las que nos hemos referido a la largo de este trabajo: el ordenamiento estadounidense y suizo. Si bien es cierto que, a diferencia de lo que ocurre en el marco de la UE, en ninguno de los dos casos el criterio de conexión es la *lex loci damni*, el resultado al que se llega con la interpretación a la que nos referimos es similar al de sus criterios de conexión. Recordemos que la norma de conflicto suiza se remite, como alternativa en manos del inversor, a la ley del Estado de incorporación del emisor y a la ley del

595. Sobre estas cuestiones *vid.* asimismo *infra* núms. 98-99.

Estado donde se hubiera realizado la colocación, *i.e.* el *target market* ⁵⁹⁶. Por su parte, la normativa estadounidense también remite a la legislación del Estado donde se hubieran ofrecido los valores, bien en aplicación de la *Section 11* en relación con la *Section 5* del SA, bien de conformidad con la interpretación que ha hecho la *Supreme Court* en el caso *Morrison* de la *Rule 10b-5* del SEA a través del denominado *transaction test* ⁵⁹⁷.

87. No obstante, lo cierto es que habrá casos, aunque minoritarios, en que el lugar de recepción de la información engañosa y el lugar de adquisición de los valores no coincidan. Como hemos señalado, en caso de disociación entre ambos, habrá de estarse al lugar de adquisición de los valores, pues es en ese momento cuando el daño es irreversible. El lugar de recepción de la información no es *per se* relevante. En supuestos de responsabilidad derivada del folleto, habrá casos en el mercado secundario en que los inversores adquieran los valores al margen de los mercados nacionales a los que el emisor se hubiera dirigido. Será ese lugar el de producción del daño. Este resultado es insatisfactorio desde el punto de vista de la previsibilidad de las soluciones, para el adecuado equilibrio entre las partes y desde la perspectiva de los objetivos de política legislativa de la normativa sustantiva. Aunque la cuestión podría reconducirse por la vía de la cláusula de los vínculos más estrechos, a la que nos referiremos más adelante, no deja de introducir complejidad en una opción que, según hemos señalado, no resulta desde otros puntos de vista evidente.

1.3.3. El lugar de producción del daño institucional: el mercado afectado

a) Definición del *target market*

88. Desde nuestra perspectiva, la responsabilidad derivada del folleto sigue una lógica similar al artículo 6 en materia de ilícitos concurrenciales. Según señalamos ya, como en aquel caso, el bien jurídicamente protegido es el mercado. Por tanto, a efectos del artículo 4.1 el daño relevante es el daño institucional ⁵⁹⁸. En los mercados es donde se difunde información engañosa y, por tanto, donde el mecanismo de formación de precios queda distorsionado y con él la asignación eficiente del capital.

596. *Vid. supra* Capítulo Cuarto núms. 29-32.

597. *Vid. supra* Capítulo Cuarto núms. 22-25.

598. Parte de la doctrina se ha mostrado crítica con esta interpretación. *Vid. inter alia* LEHMANN, M., "Proposition...", *cit.*, que entiende que tal solución, aunque deseable, exige una modificación del Reglamento. Por el contrario, admiten este resultado de *lege lata* EINSELE, D., "Internationales...", *cit.*, pp. 38-40; MANKOWSKI, P., "Finanzverträge...", *cit.*, p. 116, y, con más reservas, GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J., "The law applicable...", *cit.*, pp. 453-454; WEBER, C., "Internationale Prospekthaftung...", *cit.*, pp. 1586-1587.

89. Sin embargo, la concreción del criterio de conexión que se lleva a cabo en materia de ilícitos concurrenciales no es igual de útil a nuestros efectos. Aunque el daño se produce, como en ilícitos concurrenciales, en el mercado afectado, la concreción de cuándo se ha afectado un mercado no se lleva a cabo en un sentido similar al empleado en Derecho de la competencia.

90. El mercado en Derecho de la competencia se define por referencia a factores económicos y tiene como objetivo establecer los límites de la competencia entre empresas⁵⁹⁹. El mercado relevante, una vez definido, permite establecer si determinada conducta ha violado o podría violar las normas de Derecho de la competencia. Tal es el caso en los supuestos de abuso de posición dominio y de control de concentraciones⁶⁰⁰. En principio, cabe entender que el concepto de mercado del artículo 6 es equivalente al utilizado en la normativa sustantiva de competencia, aun cuando su propósito en uno y otro ámbito sea muy diferente⁶⁰¹. Este mercado puede abarcar más de un Estado. En ese caso resulta necesario “nacionalizarlo” con el fin de determinar la ley aplicable ex artículo 6.

91. Por el contrario, en Derecho del mercado de valores, y en particular en el caso de las OPVs, los regímenes sustantivos de responsabilidad civil establecen la obligación de publicar un folleto –o pasaportar uno– por cada mercado nacional al que se dirija la oferta o donde se solicite la admisión. El presupuesto de la responsabilidad derivada del folleto es la

599. Vid. sobre esta materia en el ámbito de la UE la Comunicación de la Comisión relativa a la definición del mercado de referencia a efectos de la normativa comunitaria en materia de competencia, 9 de diciembre de 1997, *DOCE* n° C 372.

600. Vid. FRANCO, S./WURMNEST, W., “International Antitrust...”, *cit.*, p. 120; HELLNER, M., “Unfair competition...”, *cit.*, p. 59.

601. Como señala FITCHEN, J., “Choice of law...”, *cit.*, p.363, “market definition is concerned with the establishment of a dynamic model with which to illustrate competitive conditions”. Por lo tanto, el propósito es muy diferente del que tiene en el nivel conflictual. No obstante, entiende la doctrina mayoritaria que introducir un criterio para definir el mercado en un caso y otro diferente en otro introduce una complejidad innecesaria, sobre todo si se tiene en cuenta que muchas de las acciones serán *follow on*, i.e. irán precedidas de una decisión de las autoridades de competencia. Por tanto, el mercado ya estará definido y tal definición podrá ser vinculante para el juez nacional. Vid. FITCHEN, J., “Choice of law...”, *cit.*, p. 360; PLENDER, R./WILDERSPIN, M., *The European Private...*, *cit.*, p. 620. Por su parte, HELLNER, M., “Unfair competition...”, *cit.* p. 60, no se pronuncia tajantemente, si bien en su opinión milita en favor de que sea la misma definición de mercado el argumento de la simplicidad. Por el contrario, según FRANCO, S./WURMNEST, W., “International Antitrust...”, *cit.*, p. 121, la definición debe ser diferente: “In competition law litigation, defining the relevant market is often a very complex investigation involving the assessment of many economic factors. Moreover, markets are delineated according to economic criteria without taking into account State borders. In turn, for matters of private international law, it suffice however to apply a “simplified analysis” given that the judge has merely to link a given anti-competitive activity to one or more national legal systems, ie to the territory of one or more countries”.

difusión de información engañosa a través de tal folleto. Esa información engañosa se difunde, pues, en el mercado nacional donde se haya lanzado la oferta o donde se solicite la admisión a negociación.

Como se sigue de lo anterior, la definición del mercado afectado a efectos sustantivos no se hace por referencia a factores económicos como ocurre en Derecho de la competencia y, por ende, no abarca más de un Estado: en responsabilidad derivada del folleto el mercado ya es como punto de partida nacional y, en consecuencia, no existe necesidad de “nacionalizar” este posteriormente a efectos conflictuales. Por tanto, no se puede hacer un paralelismo perfecto con la regla en materia de ilícitos concurrenciales, porque esta no nos permite concretar el criterio de conexión⁶⁰².

92. Para la concreción de cuál es el mercado afectado es de utilidad, por el contrario, la regla en materia de productos defectuosos del artículo 5 del Reglamento. La lógica en ese caso y en el que nosotros estudiamos es la misma: para la determinación de la ley aplicable el punto de partida es la determinación del lugar donde se han *comercializado* los productos defectuosos o, en nuestro caso, los valores a un precio distorsionado.

Efectivamente, el elemento común a las diferentes conexiones en cascada que establece la regla especial en la materia contenida en el artículo 5 del Reglamento Roma II es la denominada cláusula de comercialización. Por lo que a nosotros nos interesa, la ley aplicable es, en este orden, la de la residencia habitual de la víctima si en ese país se comercializó el producto que causó el daño; en su defecto, la ley del lugar de adquisición del producto si en ese país se comercializó el producto y, en su defecto, la ley del país de producción del daño si en ese país se comercializó el producto. Todo ello sometido al requisito de que tal comercialización fuese razonablemente previsible por la persona cuya responsabilidad de alega⁶⁰³.

De la misma manera, en supuestos de responsabilidad derivada del folleto, el mercado nacional afectado es aquel en donde se difunde la información engañosa para colocar los valores o para lograr la admisión en un mercado regulado. Esto es, el mercado donde se comercializan los valores. Este es, por tanto, el lugar de producción del daño. Cuando usamos la expresión mercado o mercado nacional en realidad nos referimos, pues, a territorio nacional donde se comercializan los valores.

602. Por ello, creemos que no procede llevar a cabo una aplicación analógica de la regla del art. 6 como han sugerido algunos autores. *Vid.* EINSELE, D., “Internationales...”, *cit.*

603. *Vid.* de forma introductoria sobre la regla especial en materia de productos defectuosos DICKINSON, A., *The Rome II...*, *cit.*, pp. 363-387; ILLMER, M., “Article 5: Product Liability” en HUBER, P. (Ed.), *Rome II Regulation*, Sellier, 2011, pp. 113-142 STONE, P., “Product Liability under the Rome II Regulation”, en AHERN, J./ BINCHY, W. (Eds.), *The Rome II Regulation on the Law Applicable to non-contractual Obligations*, Martinus Nijhoff Publishers, 2009, pp. 175-197.

93. Como consecuencia de lo anterior, la interpretación hecha de la cláusula de comercialización a efectos del artículo 5 nos puede guiar en la determinación del mercado nacional afectado –el mercado nacional donde se hayan comercializado los valores– en los casos difíciles.

94. La determinación del mercado nacional donde se solicita la admisión a negociación, naturalmente, no plantea ningún problema. El problema surge solamente con relación a la determinación del denominado *target market*. Para ello, el punto de partida es la definición que realizamos de este a efectos regulatorios. Brevemente, se puede decir que el mercado nacional al que se dirige una oferta es aquel en el que se realizan actividades publicitarias con el fin de colocar los valores. La residencia habitual de los inversores a los que se dirige puede servir como indicio de que tales actividades publicitarias, y también la oferta, se están realizando en determinado territorio nacional –o que no se están realizando, cuando se incluyan *disclaimers*–⁶⁰⁴.

95. El problema de esta definición se plantea, fundamentalmente, cuando el medio usado para realizar las actividades publicitarias sea internet. Es en este punto donde la interpretación hecha en materia de productos defectuosos puede ser de mayor ayuda. Los comentaristas que se han referido al artículo 5 han puesto de relieve que se puede establecer una analogía entre la cláusula de comercialización y los artículos 15.1 c) del Reglamento Bruselas I y 6.1 b) del Reglamento Roma I⁶⁰⁵. Estas disposiciones otorgan protección al consumidor, a través de la apertura del foro de protección para contratos de consumo y a través de la aplicación de la ley de la residencia habitual del consumidor, cuando el empresario dirija sus actividades al país de la residencia habitual del consumidor y el contrato celebrado estuviera comprendido dentro del marco de tales actividades. Pues bien, en línea con lo que venimos diciendo, la interpretación hecha de la expresión “actividades dirigidas” a sus efectos nos es de utilidad para determinar cuándo una OPV se dirige a determinado mercado nacional⁶⁰⁶.

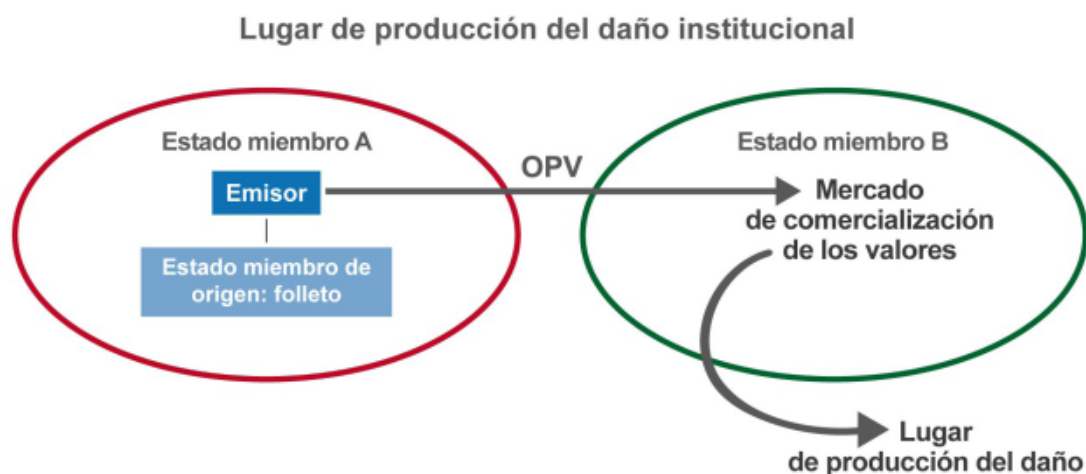
96. Para que la actividad del emisor –la oferta– esté dirigida a determinado mercado nacional, se requiere un elemento intencional: es nece-

604. *Vid. supra* Capítulo Tercero núms. 18-20. Recuérdese que esta definición que hacíamos es coherente con la adoptada en Derecho comparado. *Vid.* por ejemplo el caso de la *Regulation S* estadounidense.

605. *Vid. inter alia* DICKINSON, A., *The Rome II...*, *cit.*, pp. 372-373.

606. *Vid.* al respecto el cdo. 24 del Reglamento Roma I y, en relación con el Reglamento Bruselas I, la STJUE, de 7 de diciembre de 2000, *Peter Pammer y Reederei Karl Schlüter GmbH & Co KG* (C-585/08), y *Hotel Alpenhof GesmbH y Oliver Heller* (C-144/09) (STJUE Pammer).

sario que este tenga la voluntad de ofertar sus valores en tal territorio⁶⁰⁷. Con los medios tradicionales de publicidad, la comprobación de la concurrencia de la intencionalidad no plantea problemas; piénsese por ejemplo en los casos de anuncios en prensa, televisión radio, octavillas, etc. No ocurre lo mismo cuando el medio elegido para dirigirse a los inversores sea internet: por su naturaleza tiene alcance mundial pero no por ello la intención del emisor es lanzar la oferta en cualquier país del mundo. Por tanto, la mera accesibilidad de la web desde un Estado no basta para que se entienda la oferta dirigida a este. Es necesario que concurren una serie de indicios de que el emisor tenía la voluntad de dirigirse a determinado territorio nacional⁶⁰⁸. A nuestro modo de ver, en el caso de las ofertas públicas puede resultar particularmente relevante para entender que la oferta está dirigida a determinado mercado nacional que se señale en la web la posibilidad de cursar aceptaciones a través de entidades colocadores establecidas en ese Estado. Recuérdese que es habitual que el emisor acuda a intermediarios locales para colocar los valores con el fin de servirse de su red comercial y su clientela en tal país. Adicionalmente pueden tenerse en cuenta indicios tales como la lengua utilizada en la página web, cuando sea una lengua diferente de la lengua habitualmente empleada en el Estado de establecimiento del emisor.



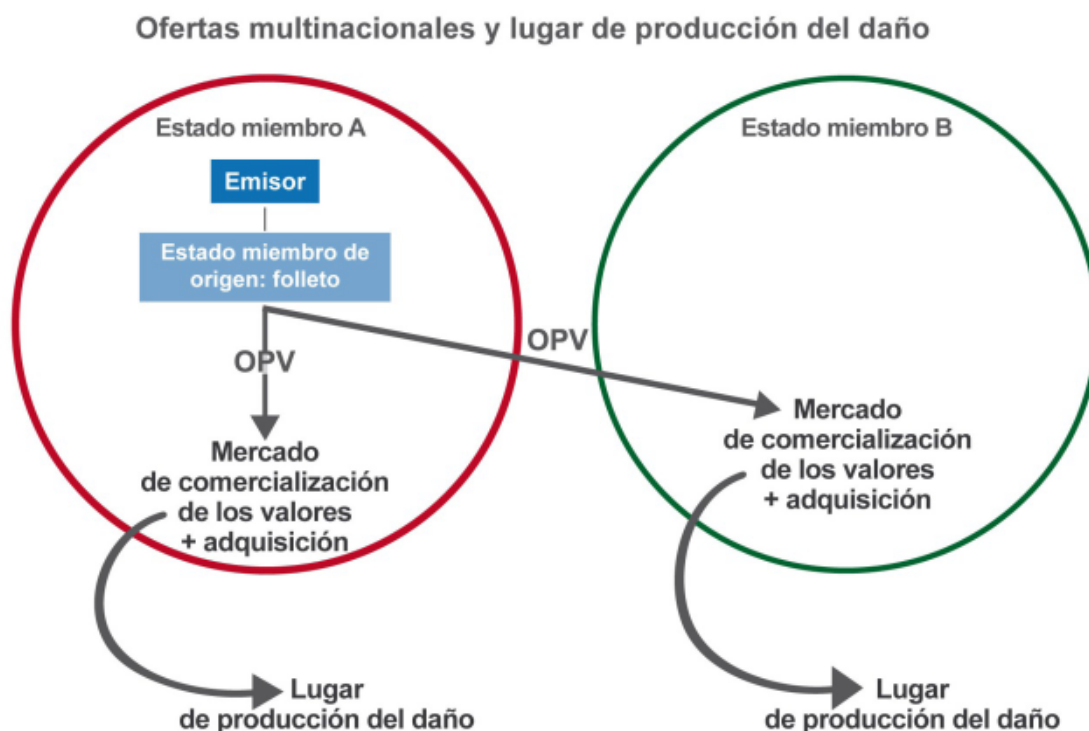
b) Ofertas multinacionales

97. La conclusión alcanzada en el epígrafe anterior, esto es, que el

607. STJUE *Pammer*, pfo. 64.

608. *Vid. cdo. 24* Reglamento Roma I y STJUE *Pammer* pfos. 77-93. El TJUE proporciona una lista no exhaustiva de indicios a tener en cuenta. *Vid. sobre la cuestión de las "actividades dirigidas" en el marco del Reglamento Bruselas I* NIELSEN, A.P., "Section 4: Jurisdiction over consumer contracts", en MAGNUS, U./ MANKOWSKI, P. (Eds.), *Brussels I Regulation*, Sellier, 2011, pp. 363-391, pp. 379-382.

lugar de producción del daño es el mercado nacional donde se comercializan los valores –donde se ofertan estos o se solicita la admisión a negociación–, plantea un problema cuando la comercialización se ha producido en más de un mercado nacional. Al haber más de un mercado afectado, se requerirá algún criterio adicional para determinar el lugar de producción del daño en cada caso concreto y con él la ley aplicable. Ese criterio adicional es el mercado donde cada inversor haya adquirido los valores⁶⁰⁹.



98. Un problema particular se plantea en los casos en los que el inversor adquiere sobre la base de un folleto engañoso en el mercado secundario. Por una parte, la adquisición que realicen los inversores en los mercados secundarios puede producirse en cualquiera de los mercados donde los valores se negocien, de conformidad con el principio *best execution order* introducido por la Directiva MIFID⁶¹⁰. De acuerdo con este, los intermediarios tienen la obligación de ejecutar la orden de sus clientes en el mercado que les ofrezca el mejor resultado, en atención al precio, a la rapidez o a otras consideraciones que resulten pertinentes.

609. EINSELE, D., "Internationales...", *cit.*, p. 40-41. Otros autores han combinado diferentes criterios, entre ellos la localización de la transacción o la localización del intermediario que recibe la orden. *Vid.* GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J., "The law...", *cit.*, p. 454, con más referencias.

610. Art. 21 Directiva MIFID.

Esta regla sustituye la denominada *concentration rule* de la anterior Directiva que permitía a los Estados miembros exigir que las órdenes fueran ejecutadas dentro de mercados regulados⁶¹¹. La Directiva MIFID pretende con ello promover la competencia entre todos los *trading venues*, no sólo entre los mercados regulados sino también con los SMN y los denominados internalizadores sistemáticos. Este sistema introduce un riesgo de fragmentación del mercado⁶¹². Para conjurar este, se introduce el principio *best execution order*, que se traduce, por lo que a nosotros nos interesa, en que la orden puede ejecutarse en el sistema que ofrezca las mejores condiciones, *i.e.* los valores se pueden adquirir en cualquier mercado, con la consiguiente aplicación de la ley de tal mercado⁶¹³.

Por lo tanto, aunque la ley aplicable será siempre la de uno de los mercados afectados, ley previsible sin duda para los sujetos responsables, el inversor no puede saber *ex ante* cuál de entre ellas se le aplicará. Este resultado no afecta, sin embargo, a la protección del inversor por dos motivos. En primer lugar porque existe la obligación de recabar de forma previa el consentimiento del inversor a la política de ejecuciones del intermediario. En consecuencia, el inversor es consciente de los centros en los que sus órdenes se pueden ejecutar y puede con ello anticipar qué leyes son potencialmente aplicables. Adicionalmente, la Directiva MIFID exige en los supuestos en que se vaya a ejecutar la orden fuera de un mercado regulado o fuera de un SMN que se solicite de nuevo el consentimiento. En segundo lugar porque el principio *best execution order* es, precisamente, una medida de protección del inversor, en tanto que pretende garantizar que el intermediario obtenga para sus clientes las mejores condiciones posibles.

99. Por otra parte, es posible que la adquisición de los valores no se realice en uno de los mercados afectados. En efecto, en la medida

611. Art. 14 de la Directiva 93/22/CEE, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables.

612. La Directiva se refiere a estas tres categorías, que define en el artículo 4.1 7 –internalizador sistemático–, 14 –mercado regulado– y 15 –SMN–. En función de su nivel de sofisticación, la regulación es más o menos intensa. Como señala MOLONEY, N., *EC Securities Regulation*, Oxford University Press, 2008, p. 767, la competencia entre todos estos centros que favorece la Directiva tiene el riesgo de conducir a una fragmentación del mercado que afecte a la liquidez de los valores y a la formación de los precios.

Por el contrario, la Directiva no ha buscado favorecer la competencia entre sistemas de compensación y liquidación, acerca de los cuales solo se hace una breve mención cuando se establece que los mercados regulados han de garantizar que los participantes en estos pueden elegir el sistema en el que van a compensar y liquidar la operación, si bien esta posibilidad queda supeditada a que existan los enlaces correspondientes (art. 34.2). *Vid.* sobre sistemas de compensación y liquidación en el ámbito de la Directiva MIFID WYMEERSCH, E., “Securities Clearing and Settlement: Regulatory Developments in Europe”, en FERRARINI, G./ WYMEERSCH, E. (Ed.), *Investor Protection in Europe*, Oxford University Press, 2006, pp. 465-483, *passim*.

613. *Vid.* sobre la cuestión de MOLONEY, *EC Securities...*, *cit.*, pp. 621-629 y 763-814.

en que los inversores adquirentes en los mercados secundarios sobre la base del folleto engañoso no serán necesariamente inversores minoristas, no es de descartar que haya adquisiciones OTC. Estas adquisiciones son menos habituales cuando se trata de inversores-consumidores, con menos experiencia en los mercados de valores. En supuestos de adquisiciones OTC, el criterio del lugar de adquisición no nos sirve como criterio auxiliar para concretar en cuál de los diferentes mercados afectados por la OPV se ha producido el daño concreto, por cuanto la transacción se produce al margen de tales mercados. En estos casos marginales habrá que acudir, como señalaremos más adelante, a los vínculos más estrechos como cláusula de cierre (art. 4.3 del Reglamento).

c) Valoración

100. La aplicación de la ley de los mercados nacionales en que el emisor ha comercializado los valores es una buena solución, como hemos adelantado ya en algún punto. Lo es desde el punto de vista de los objetivos del Reglamento Roma II y también desde la perspectiva de los objetivos de política legislativa de la normativa sustantiva.

101. Esta solución es acorde con los objetivos del Reglamento Roma II toda vez que proporciona un resultado previsible para ambas partes. Para el emisor, que se ha dirigido voluntariamente a esos mercados nacionales. Y para los inversores, que han adquirido sobre la base de una información difundida en el mercado nacional al que han acudido, y que, cuando se trate de una operación en el mercado primario, será en la mayor parte de los casos el de su residencia habitual. Además, es una solución que garantiza el equilibrio entre ambas partes.

102. Es también una solución que se compeadece con los dos objetivos de política legislativa que subyacen en la regulación material de la responsabilidad derivada del folleto.

De un lado, garantiza la función de *enforcement* que la responsabilidad derivada del folleto debe desempeñar. Desde esta perspectiva, en la medida en que la responsabilidad busca el *enforcement* de las normas regulatorias, persigue la protección del mercado nacional. En nada altera esta conclusión que la normativa regulatoria con la que se cumpla no sea la del mercado afectado sino la del Estado miembro de origen por la implantación de un sistema de reconocimiento mutuo de autorizaciones en la UE –el denominado “pasaporte”–. Esto está únicamente justificado en la medida en que las normas regulatorias se encuentran tan fuertemente armonizadas que es irrelevante que se cumpla con las normas del mercado afectado, y que se obtenga su autorización, o con las de otro Estado miembro. No ocurre lo mismo con las normas de responsabilidad civil. Esta conclusión se ve confirmada por la experiencia comparada.

Recuérdese que en el ordenamiento jurídico en el que las normas de responsabilidad tienen una mayor afección al cumplimiento de las normas regulatorias y, por tanto, tiene un mayor peso su función de protección del mercado, la solución es la misma⁶¹⁴.

De otro lado, garantiza el cumplimiento de la función de protección del inversor. En primer lugar porque garantiza que todos los inversores que hayan adquirido sobre la base del mismo folleto en el mismo mercado reciban igual tratamiento. En segundo lugar porque, al menos en el mercado primario, la ley designada será, en la mayor parte de los casos, la del Estado de la residencia habitual del inversor, pues se trata de un inversor minorista que previsiblemente adquirirá en su mercado doméstico. Pero, en cualquier caso, el inversor que decida adquirir “fuera de casa” en un mercado ajeno al doméstico lo hará adoptando tal decisión conscientemente, de manera que no puede esperar que se le aplique la ley de un país diferente. En los supuestos de adquisiciones en los mercados secundarios, en que es posible que la operación se ejecute en cualquiera de los mercados en que los valores se estén negociando, el principio *best execution order* ya señalamos que garantiza la protección del inversor.

1.3.4. Recapitulación preliminar

103. A lo largo de las páginas precedentes hemos analizado, en función del daño relevante a efectos del artículo 4.1 del Reglamento Roma II, las diferentes posibilidades para la localización del lugar de producción del daño.

104. Si el daño relevante en supuestos de responsabilidad derivada del folleto es el daño puramente financiero:

En primer lugar, cabe interpretar que el lugar de producción del daño es el país de la residencia habitual de la víctima, como lugar donde se encuentran concentrados sus activos. Esta solución ha sido descartada por el Tribunal de Justicia en el asunto *Kronhofer* en materia de competencia judicial internacional y, a nuestro parecer, hay razones para extrapolar las conclusiones alcanzadas en aquel al ámbito de la ley aplicable. En particular, porque tal solución es contraria a los principios subyacentes en el Reglamento Roma II, *i.e.* principio de seguridad jurídica y equilibrio entre las partes. Aunque en el mercado primario lo habitual sea que los inversores adquirentes sean locales, ni será siempre así ni todas las adquisiciones se producen en el mercado primario. Por lo tanto, en gran parte de los casos, para el emisor resulta imprevisible *ex ante* la ley que resultará aplicable y se vería, en su caso, obligado a responder de conformidad con múltiples leyes, potencialmente la de cualquier

614. *Vid.* Capítulo Cuarto núms. 26-28.

país del mundo. Igualmente no garantiza que se alcance el objetivo de política legislativa del régimen sustantivo de responsabilidad que es el de fomentar el cumplimiento de la normativa y con ello contribuir al correcto funcionamiento de los mercados de valores.

En segundo lugar, se ha mantenido, en parte sobre la base –y en nuestra opinión erróneamente– de la sentencia *Kronhofer*, que el lugar de producción del daño es el lugar donde se mantenga la cuenta en que se tienen los valores adquiridos en la oferta pública. Esta interpretación es inadecuada fundamentalmente por dos motivos. De un lado porque los valores negociables son bienes intangibles, de forma que la localización de estos no es más que una ficción que hace el Derecho y que, además, se suele realizar a efectos diferentes; por ejemplo a efectos jurídico-reales. Ello hace que las conclusiones no sean directamente trasladables a nuestro ámbito de estudio. De otro lado porque, en consonancia, el daño que se sufre tampoco tiene una manifestación física. Es más, el daño que sufren los inversores en supuestos de responsabilidad derivada del folleto, que consiste en la depreciación de los valores, no es un daño que afecte a lo que podríamos denominar características intrínsecas de los valores negociables –contenido, valor nominal– sino a la valoración que el mercado hace de ellas. Por lo tanto, la localización que haya hecho el Derecho de los valores puede ceder su relevancia en favor de otra localización diferente.

Por otro lado, el resultado al que conduce esta interpretación es similar al que lleva la alternativa anterior, o incluso puede considerarse peor. Y ello por cuanto en la interpretación anterior, al menos en el mercado primario, lo habitual será que el inversor adquiera los valores en el mercado del país de su residencia habitual, de manera que en gran parte de los casos la ley aplicable coincidirá con la del *target market*, que es una ley cercana y previsible para el emisor. No ocurre lo mismo con la referencia al lugar donde se mantiene la cuenta, que puede ser cualquier país del mundo, a elección del inversor.

En tercer lugar, se ha sugerido que el daño patrimonial relevante a efectos de la regla *lex loci damni* es el daño que se sufre con la adquisición de los valores sobre la base de la información engañosa, de acuerdo con el “test de irreversibilidad”. En los mercados primarios, el lugar de adquisición de los valores coincide con el lugar de difusión de la información engañosa: el mercado nacional donde se hayan comercializados los valores. En esos casos, la ley aplicable es una ley previsible, que garantiza un equilibrio adecuado entre las partes y que se compadece con los objetivos de política legislativa materiales. Sin embargo, ambos lugares no siempre coinciden. En los mercados secundarios es posible adquirir al margen de los mercados donde se haya lanzado la oferta y, por tanto, donde se haya difundido la información. Cuando lugar de adquisición de los valores y lugar de difusión de la información se disocian, el lugar

relevante es el primero de ellos. El resultado, sin perjuicio de que se pueda corregir por la vía de la cláusula de los vínculos más estrechos, puede ser absolutamente arbitrario, es imprevisible para el emisor y no garantiza que la responsabilidad desempeñe la función de *enforcement* de la normativa sustantiva.

105. Si aceptamos, como hemos sugerido, que el bien jurídicamente protegido es el mercado y el daño relevante es, por tanto, el daño supraindividual, el lugar de producción del daño es el mercado nacional en el que se han comercializado los valores, *i.e.* ofrecido o admitido a negociación. En los supuestos de OPVs multinacionales, el lugar de adquisición por parte del inversor sirve para precisar el mercado nacional, de todos los afectados, donde se ha producido el daño. Esta solución es previsible para las partes, garantiza un equilibrio adecuado entre ellas y es acorde con los objetivos de política legislativa que el régimen sustantivo de responsabilidad derivada del folleto trata de alcanzar.

Así pues, nuestra propuesta de interpretación de la regla *lex loci damni* se encuentra “a caballo” entre dos de las reglas especiales que se contienen en el Reglamento: ilícitos concurrenciales y productos defectuosos. De un lado, en la especificación del bien jurídicamente relevante sirve de referencia el artículo 6 en materia de ilícitos concurrenciales. Por las similitudes entre los objetivos de política legislativa entre el Derecho de la competencia y el Derecho del mercado de valores resulta oportuno, en nuestra opinión, entender que en los supuestos de responsabilidad derivada del folleto el bien jurídicamente protegido es el mercado y, por tanto, el daño relevante es el daño supraindividual. De otro lado, en la concreción del criterio de conexión, esto es, en la determinación del mercado concreto que es afectado, la lógica es similar a la seguida por la regla especial en materia de productos defectuosos, pues se trata del lugar de comercialización de los valores. En consecuencia, es de ayuda en este punto la interpretación de la cláusula de comercialización del artículo 5.

106. De toda la exposición anterior, cabe extraer una conclusión clara más allá de la bondad o no de las soluciones concretas: existe una falta de acuerdo en la doctrina acerca de cómo interpretar el artículo 4.1 en supuestos de responsabilidad civil derivada del folleto. Este es el problema central que plantea la cuestión en último término. La situación resultante es la peor posible para este tipo de operaciones transfronterizas: un escenario de inseguridad jurídica. En primer lugar porque afecta a la previsibilidad de las soluciones y puede llevar a los emisores a dejar de realizar operaciones que en otro caso sí realizarían; o a llevarlas a cabo a precios superiores, por la falta de certeza en cuanto a la ley conforme a la cual tendrían, en su caso, que responder. En segundo lugar porque pone en riesgo el logro de los objetivos de la regulación sustantiva. Sobre esta cuestión volveremos en el Capítulo Séptimo.

1.3.5. Daño plurilocalizados

107. Como hemos concluido en el apartado anterior, la ley aplicable a la responsabilidad civil derivada del folleto es la ley del mercado afectado –donde se hayan comercializado los valores– *qua lex loci damni*. Cuando la OPV es multinacional ello nos lleva a una pluralidad de países, *i.e.* se trata de daños plurilocalizados, pues el daño se sufrirá en cada mercado de valores afectado por la oferta donde el inversor haya adquirido valores. En esos casos, se aplica de manera distributiva la ley de cada uno de estos países de acuerdo con la teoría del mosaico o *Mosaikbetrachtung*: de un único acto ilícito –publicación de un folleto engañoso– se derivan múltiples daños que pueden estar localizados en países diferentes –cada *target market*–, con la consiguiente aplicación de cada una de estas leyes de conformidad con la teoría del mosaico⁶¹⁵.

108. En OPVS multinacionales el sujeto cuya responsabilidad se alega tendrá que responder de conformidad con una pluralidad de leyes, pues la ley aplicable será frente a cada inversor la ley del mercado afectado por la oferta en el que este haya adquirido. Ello está justificado por el hecho de que ha sido él quien se ha dirigido a tales mercados con el fin de lograr un provecho económico. Por el contrario, a cada inversor le será de aplicación la ley del mercado en que haya adquirido. Como previsiblemente solo haya adquirido valores en un mercado, será de aplicación una única ley.

Por lo tanto, a diferencia de lo que ocurre en otros ámbitos, en que una única víctima sufre daños en diferentes países fruto de un único hecho casual, lo que le obliga a probar una pluralidad de leyes, en materia de responsabilidad derivada del folleto la teoría del mosaico no supone, al menos desde esta perspectiva, un problema. En efecto, tal es el caso típicamente en supuestos de difamación y, en menor medida, en supuestos de ilícitos de la competencia: se trata de casos en que, generalmente, habrá una única víctima –o un número reducido de ellas– que habrán sufrido el daño en una pluralidad de Estados⁶¹⁶. De esta forma, se verán obligadas, a probar esas múltiples leyes, bien ante los tribunales

615. *Vid.* la Propuesta de la Comisión en relación con la regla general, p. 11. *Vid.* sobre la cuestión MILLS, A., “The application of multiple laws under the Rome II Regulation”, en AHERN, J./ BINCHY, W. (Eds.), *The Rome II Regulation or the law applicable to non-contractual obligations*, Martinus Nijhoff Publishers, 2009, pp. 131-152.

616. Es cierto que los supuestos de difamación no entran dentro del ámbito de aplicación del Reglamento Roma II. Sin embargo, a estos efectos es irrelevante pues el resultado es el mismo conforme a las normas de conflicto autónomas y nos sirve para ilustrar este punto. Por otra parte, cuando decimos que los supuestos de ilícitos de la competencia plantean esta problemática “en menor medida” que los supuestos de difamación es porque, en algunos casos, se tratará de un único competidor que ha sufrido daños en varios mercados, pero será más habitual que en casos de difamación que haya más de una víctima involucrada. En cualquier caso se tratará de un número reducido de ellas.

del domicilio del demandado o del lugar de producción del hecho causal, bien ante cada uno de los tribunales de los Estados miembros donde se haya producido el daño, con el consiguiente aumento en la dificultad de obtener una indemnización⁶¹⁷. En nuestro ámbito de estudio este problema no se plantea.

109. El problema fundamental en relación con los daños plurilocalizados derivados del folleto se plantea por el posible ejercicio de acciones colectivas en un ámbito en el que la reducida cuantía de los daños sufridos por cada inversor las hace especialmente necesarias. El foro general del domicilio del demandado y el lugar de producción del hecho causal *ex* artículo 5.3 permiten al tribunal conocer de la totalidad de los daños sufridos por los inversores. Este deberá aplicar una pluralidad de leyes. Como se ha señalado, esta circunstancia puede desincentivar la presentación de acciones colectivas al hacerlas menos manejables cuando hay que probar una pluralidad de leyes⁶¹⁸. Es, por tanto, posible que a causa de las normas de conflicto los mecanismos de acción colectiva tengan un uso menor y es probable que, como consecuencia de ello, algunas de las reclamaciones no lleguen nunca ante los tribunales. De esta forma se estaría poniendo en riesgo el logro de uno de los objetivos fundamentales de la normativa: la protección del inversor.

No obstante, es cierto que cabe asimismo interponer las demandas ante cada uno de los tribunales de los Estados donde se haya producido el daño *ex* artículo 5.3 y la ley aplicable será, en ese caso, una ley única. Es de prever que exista un número de demandas lo suficientemente importante como para que los mecanismos de acción colectiva hagan

617. *Ex* arts. 2 o 5.3 Reglamento Bruselas I. *Vid.* AMORES CONRADI, M./ TORRALBA MENDIOLA, E., "XI tesis sobre el estatuto delictual", *Revista electrónica de estudios internacionales*, núm. 8, 2004, www.reei.org, p. 21, que señalan en referencia a supuestos de difamación que la regla lleva una "exagerada pluralidad de leyes aplicables" ante un mismo caso de difamación, ante lo que proponen una regla alternativa. Nótese que el artículo se publica en un momento en que no se había excluido del ámbito de aplicación del Reglamento Roma II, como finalmente ocurrió, los supuestos de difamación.

618. *Vid.* CARBALLO PIÑEIRO, L., *Las acciones colectivas y su eficacia extraterritorial. Problemas de recepción y trasplante de las class actions en Europa*, De Conflictu Legum, 2009, pp. 200-201. En la regulación estadounidense de las *class actions* contenida en la *Rule 23 Federal Rules of Civil Procedure* uno de los requisitos que se exigen para certificar la acción, *i.e.* para admitirla, es que las cuestiones comunes superen a las individuales de cada víctima. *Vid.* en esta materia COFFEE, J.C., "Litigation Governance: Taking Accountability Seriously", *European Corporate Governance Institute, Law Working Paper No. 145/2010*, pp. 17-19. Una de las cuestiones que pueden entorpecer que el tribunal considere que las cuestiones individuales predominan sobre las comunes es, precisamente, que haya una pluralidad de leyes aplicables, si bien ello no ocurre en el caso de las *securities class actions* porque, como ya hemos señalado en otro lugar, los tribunales estadounidenses sólo conocen de la cuestión cuando el Derecho estadounidense es aplicable. Según señala CARBALLO PIÑEIRO, L., "Protección de inversores, acciones colectivas y Derecho internacional privado", *RDS*, núm. 37, 2011, pp. 207-226, p. 223, esta problemática se está trasladando a Europa en términos similares.

a los inversores atractivo el ejercicio de la acción ante ese foro y, al ser en ese caso aplicable una única ley, no existirá impedimentos para ello. Con esta posibilidad que ofrece el artículo 5.3 se palían en parte los efectos negativos sobre la protección del inversor de la presentación de la demanda en el foro general o en el lugar de producción del hecho causal.

110. Un segundo problema, de naturaleza muy diferente al que acabamos de poner de relieve, reside en las consecuencias que la teoría del mosaico tiene en relación con el objetivo de integración de los mercados de valores en el marco de la UE. Varias de las Directivas dictadas en el marco del PASF y que armonizan diferentes aspectos del Derecho del mercado de valores, entre ellas la Directiva de Folletos, atribuyen la competencia regulatoria al Estado miembro de origen⁶¹⁹. En ello subyace la voluntad de favorecer la realización de operaciones transfronterizas y avanzar hacia un mercado de valores integrado a nivel europeo. Pues bien, según se ha mantenido, se vería reducida la eficacia de las normas regulatorias que persiguen tal objetivo si después se han de aplicar a la responsabilidad por su incumplimiento tantos Derechos nacionales como mercados en los que actúa el emisor. Tal es el resultado al que lleva la teoría del mosaico⁶²⁰.

No cabe duda de que este resultado no es el adecuado para la integración de los mercados de valores en la UE, pero lo cierto es que, a nuestro parecer, ni hay alternativa *de lege lata* ni en el estado actual de la legislación la alternativa es deseable. Como pusimos de relieve al referirnos al debate en torno a una posible conexión accesorio para la determinación de la ley aplicable en esta materia, la falta de armonización de los regímenes materiales de responsabilidad civil en este ámbito hacen que la aplicación de la ley del Estado miembro de origen, única solución que garantizaría el logro del objetivo de la integración de los mercados de valores, lleve a resultados indeseables, por cuanto podría generar una “race to the bottom”⁶²¹. La solución pasa por la armonización de los regímenes de responsabilidad civil de forma tal que permita plantearse la posibilidad de establecer criterios de conexión que favorezcan la integración de los mercados. Mientras tanto, aunque es cierto que la

619. *Vid. supra* sobre el PASF Capítulo Segundo núm. 8 y, más en particular, nota núm. 108.

620. *Vid. RINGE, W-G./HELLGARDT, A., “The international...”, cit., p. 22*, que aunque sin entender que la ley aplicable es la de cada *target market*, afirman que la pluralidad de leyes aplicables supone un grave problema que justifica la necesidad de una conexión accesorio a las normas regulatorias. Desde otro punto de vista lo plantea VON HEIN, J., “Die Internationale...”, *cit.*, p. 394, que señala que el Derecho del mercado de valores, además de la protección del inversor, debe buscar otros objetivos como la eficiencia, y eso no se logra con una conexión con el mercado sino con una conexión accesorio.

621. *Vid supra* Capítulo Cuarto núms. 83-84.

teoría del mosaico no permite el logro del objetivo de integración de los mercados de valores, es un resultado con el que habrá que “convivir”.

2. Supuestos en que la *lex loci damni* se ve desplazada

2.1. Introducción

111. La *lex loci damni* no se va a aplicar en varios supuestos. Por una parte, a pesar de ser la regla general, se ve desplazada en dos casos de acuerdo con el propio artículo 4: cuando víctima y persona cuya responsabilidad se reclama tengan residencia habitual común en el mismo Estado y cuando existan vínculos manifiestamente más estrechos con el ordenamiento de otro país. Por otra parte, todas las soluciones anteriores se ven desplazadas en el caso de que las partes, en determinadas circunstancias, hayan elegido la ley que ha de regir la responsabilidad.

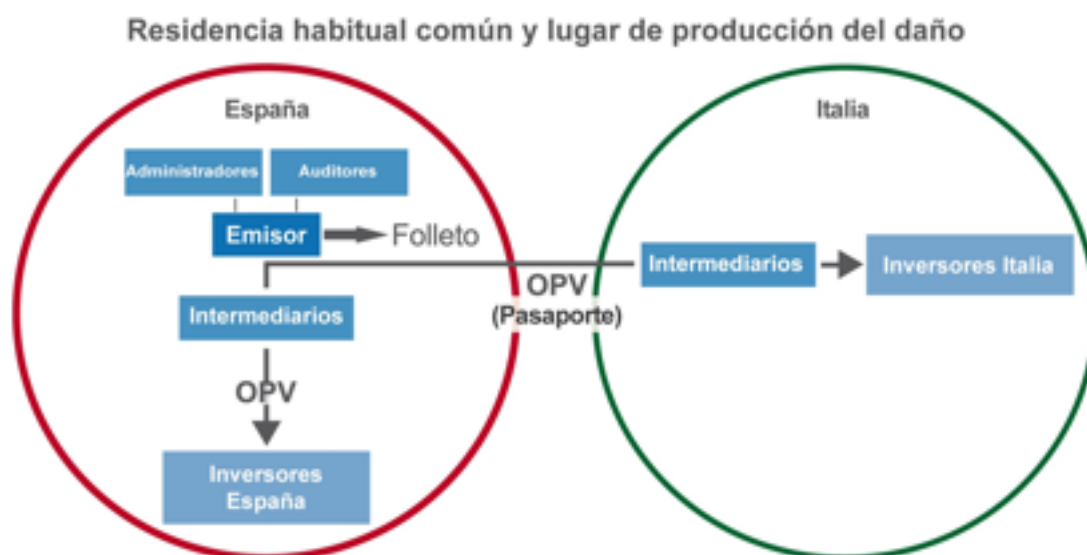
2.2. Residencia habitual común

112. Cuando el inversor y la persona cuya responsabilidad se reclama tengan su residencia habitual en el mismo Estado, se aplica la ley de tal Estado *ex* artículo 4.2 del Reglamento Roma II. Tomemos un ejemplo para analizar las implicaciones de esta regla en el ámbito de la responsabilidad derivada del folleto.

Imaginemos que un emisor, cuyo domicilio social se encuentra en España, decide hacer una ampliación de capital social. Sus administradores y los auditores que han elaborado el informe incluido en el folleto tienen igualmente su residencia habitual en este Estado. La oferta se dirige, previa aprobación del folleto por la CNMV, tanto al mercado español como al mercado italiano, al que se pasaporta el folleto. En ambos casos se realiza la distribución de los valores, como ocurre habitualmente, a través de colocadores locales. Los inversores adquirentes en los mercados primarios, que como regla general son inversores-consumidores, adquirirán, también como regla general, en los mercados domésticos: los inversores con residencia habitual en España en el mercado español y los inversores con residencia habitual en Italia en el mercado italiano. No obstante, los adquirentes en el mercado secundario ya no tendrán este perfil y, además, de acuerdo con el principio *best execution order*, podrán adquirir en la plataforma que proporcione las mejores condiciones. Tal y como hemos señalado hasta ahora, la ley aplicable *qua lex loci damni* será la ley del mercado afectado: la ley española para los inversores que adquirieron en el mercado español y la ley italiana para los inversores que adquirieron en el mercado italiano.

Pues bien, se sigue de este ejemplo que este resultado –aplicación de la ley de cada mercado afectado *qua lex loci damni*– no se ve en principio

alterado por la regla de la residencia habitual común, al menos en el mercado primario, porque perjudicado y persona cuya responsabilidad se reclama tienen residencia habitual común en el lugar de producción del daño. En el mercado primario español, los inversores sufren el daño en España como mercado en el que adquieren. El emisor, administradores, auditores y colocadoras, de un lado, e inversores minoristas, de otro, son todos ellos residentes en España, luego la regla general no se ve desplazada. Por lo que hace a los inversores adquirentes en el mercado italiano, el lugar de producción del daño es Italia como mercado en el que adquieren los valores. Solo existe residencia habitual común con las colocadoras y también es en Italia, luego tampoco queda desplazada la regla general. En definitiva, cuando existe residencia habitual común, generalmente coincidirá con el *locus damni* tal y como lo hemos definido. Por tanto, la regla general no se verá desplazada.



113. No obstante, no puede perderse de vista que no se trata más que del análisis de un caso tipo, de forma que no necesariamente habrá de alcanzarse tal resultado: cabe que la ley de la residencia habitual sea diferente de la *lex loci damni*. Especialmente, aunque no solo, cuando la adquisición se lleva a cabo en el mercado secundario, en la medida en que es más probable que el inversor, que ya no será necesariamente un inversor minorista, adquiera en un mercado diferente del de su residencia habitual. Por ejemplo, tal podría ser el caso en un supuesto de *transfer*. Tomemos el caso de EDP RENOVÁVEIS, S.A, sociedad constituida conforme a Derecho español que en 2008 lanzó una OPV exclusivamente en Portugal con la finalidad de que sus acciones fueran admitidas a negociación en los mercados portugueses. Aun siendo el Estado miembro de origen España, la autoridad mejor situada para la aprobación del folleto

era la portuguesa, de manera que se realizó el *transfer* y el folleto fue aprobado por la *Comissão do Mercado de Valores Mobiliários* (CMVM). En este tipo de supuestos no se puede descartar que inversores cuya residencia habitual se encuentra en el Estado del domicilio de la sociedad, en este caso España, adquieran valores en los mercados donde se ofertan los valores, en este caso los portugueses. La residencia habitual común entre víctima y persona cuya responsabilidad se alega no coincide con el mercado afectado. El resultado es que se aplicará la ley de la residencia habitual común y así una ley que no coincide con la de alguno de los mercados afectados. Esta solución, si bien puede ser adecuada desde el punto de vista de la protección del inversor, no garantiza que se fomente el buen funcionamiento de los mercados de valores⁶²².

114. Además, habida cuenta de que en los supuestos de responsabilidad derivada del folleto el círculo de responsables es relativamente amplio y no es inhabitual que los sujetos con legitimación pasiva tengan su residencia habitual en diversos Estados, al igual que los inversores, existe potencialmente el riesgo de fragmentación de la ley aplicable frente a un mismo inversor: frente a unos responsables puede ser aplicable una ley y frente a otros, otra. Este resultado, similar al que nos referíamos en el párrafo anterior, está lejos de ser el deseable, puede corregirse, como señalaremos en el próximo epígrafe, a través del expediente de los vínculos más estrechos.

2.3. Cláusula de escape

115. En el apartado 3 del artículo 4, se establece una cláusula de escape, de acuerdo con la cual se dejará de aplicar la ley del lugar de producción del daño o de la residencia habitual común si “del conjunto de las circunstancias se desprende que el hecho dañoso presenta vínculos manifiestamente más estrechos con otro país”⁶²³. Esta cláusula, según se ha afirmado, ha de ser aplicada en casos excepcionales, como se sigue del propio tenor de la disposición, que exige para su aplicación que existan vínculos “manifiestamente” más estrechos con otro Estado⁶²⁴.

622. *Vid.* en este sentido WEBER, C., “Internationale Prospekthaftung...”, *cit.*, p. 1586. Por el contrario, VON HEIN, J., “Finanzkrise und internationale Privatrecht”, en FASSBENDER, B./ WENDEHORST, C./ DE WET, E./ PETERS, A./ MICHAELS, R./ TIETJE, C./ MERKT, H./ WEISS, F. VON HEIN, J., *Paradigmen im internationalen Recht. Implikationen der Weltfinanzkrise für das international Recht*, CF Müller, 2012, pp. 369-427, pp. 413-414, sostiene que se trata de una buena solución. JUNKER, A., “Der Reformbedarf...”, *cit.*, p. 262, por su parte, afirma que sólo se puede entender que se trata de una buena solución en el caso de que la ley de la residencia habitual común coincida con la del mercado.

623. Nótese que, aunque está ausente en la versión española, en las demás versiones lingüísticas se añade que tales vínculos manifiestamente más estrechos han de desprenderse *claramente* del conjunto de las circunstancias.

624. Así lo afirmaba ya la Comisión en su Propuesta, p.12, en referencia a lo que en aquel momento era el art. 3.3. *Vid.* DICKINSON, A., *The Rome II...*, *cit.*, pp. 340-341;

116. Según hemos señalado, como regla general la ley aplicable es la ley del Estado donde se localice el mercado afectado en el que cada inversor haya adquirido los valores como *lex loci damni*. Este resultado se ve alterado en el caso de que algún inversor concreto tenga su residencia habitual en un Estado diferente donde se sitúe también la residencia de alguno de los potenciales responsables. En ese caso, la ley aplicable no coincide con la de alguno de los mercados afectados. Por otra parte, hemos puesto de relieve que es posible que en el mercado secundario se realicen operaciones OTC, de forma que el lugar de adquisición no coincida con ninguno de los mercados afectados, lo que impide identificar la ley de cuál de ellos es de aplicación al caso concreto.

117. Pues bien, en nuestra opinión la cláusula de vínculos más estrechos permite “reconducir” tales supuestos a una de las leyes de los mercados de destino, como cláusula de escape –en el primer caso que planteamos, *i.e.* cuando existe residencia habitual común de las partes en un Estado cuyo mercado no se ha visto afectado– o como cláusula de cierre –en el segundo de los casos, *i.e.* cuando se adquiere OTC en un Estado cuyo mercado no ha sido afectado–.

Por lo que hace al primero de los casos, puede afirmarse que existen vínculos manifiestamente más estrechos con el país en cuyo mercado ha adquirido el inversor que con el país de la residencia habitual común. Es allí donde se difunde la información engañosa que distorsiona el precio al que luego adquirirá el inversor y donde este concurre para realizar la transacción.

En cuanto al segundo de los casos, cuando hay varios *target market* y el inversor adquiere OTC en el mercado secundario, la cuestión de con cuál de ellos se presentan los vínculos más estrechos no está tan clara. Una posibilidad sería entender que los vínculos más estrechos se presentan con el Estado donde se haya compensado y liquidado la operación⁶²⁵.

118. No es baladí señalar que parte de la doctrina ha encontrado en el artículo 4.3 la vía a través de la cual introducir una conexión para la determinación de la ley aplicable a la responsabilidad civil. Algunos autores han entendido que la cláusula de los vínculos más estrechos permite en los supuestos de responsabilidad derivada del folleto aplicar la ley del Estado miembro de origen, de forma que ley aplicable a aspectos jurídico-públicos y jurídico-privados coincida⁶²⁶.

GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J., *Derecho internacional...*, cit., p. 372.

625. Vid. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J., “The law applicable...”, cit., p. 456. Aunque el autor plantea esta posibilidad de *lege ferenda*, en nuestra opinión no hay inconveniente para hacer tal interpretación *de lege lata*.

626. Vid. RINGE, W-G./HELLGARDT, A., “The international...”, cit., pp. 33-34; VON HEIN, J., “Finanzkrise...”, cit., p. 416-418. Vid. *supra* Capítulo Cuarto en relación con

Más allá de consideraciones de conveniencia, lo cierto es que desde nuestro punto de vista ello no es posible en el estado actual de la legislación. Precisamente porque se trata de una cláusula que está pensada para supuestos excepcionales, hay que rechazar que se emplee para toda una categoría de casos, como ocurriría de aplicarse en supuestos de responsabilidad derivada del folleto⁶²⁷. Solo cabe su utilización, por el contrario, en supuestos individuales. Esta es la interpretación que nos parece más convincente: a causa de un mismo ilícito –folleto engañoso– se producen múltiples daños a múltiples víctimas y la ley aplicable en cada uno de los casos es, con carácter general, la del Estado donde se localiza cada uno de los mercados donde se han comercializado los valores *ex* artículo 4.1. Se puede considerar que los supuestos que se apartan de este resultado general son excepciones y, como tales, pueden ser corregidos a través de la cláusula de escape cuando se presenten vínculos manifiestamente más estrechos con otro país. En este caso, con el país donde se ha difundido la información engañosa.

2.4. La autonomía de la voluntad

119. Las partes pueden escoger la ley que será aplicable a la responsabilidad *ex* artículo 14 del Reglamento. En ese caso, las soluciones del artículo 4 no serán de aplicación. Sin embargo, por los motivos que señalaremos a continuación, lo cierto es que la utilización de este artículo será muy escasa.

120. En efecto, el artículo 14 permite a las partes elegir la ley aplicable tanto *ex ante*, cuando ambas partes realizan actividad comercial y siempre que el acuerdo haya sido libremente negociado, como *ex post*⁶²⁸.

el modelo de conexión accesoria.

627. *Vid. inter alia* en este sentido LEHMANN, M., "Proposition...", *cit.*, pp. 501-503; TSCHÄPE, P. / KRAMER, R. / GLÜCK, O., "Die Rom II-Verordnung...", *cit.*, p. 662. Este último autor se refiere a una dificultad añadida: algunos autores que se muestran favorables a la aplicación de una conexión accesoria por la vía del art. 4.3, caso de VON HEIN, J., "Finanzkrise...", *cit.*, p. 418, realizan una diferenciación en función de que el emisor sea o no proveniente de un Estado miembro; esta es difícil de justificar sobre la base del art. 4.3. JUNKER, A., "Der Reformbedarf...", *cit.*, p. 263, señala, desde la misma perspectiva, que este resultado sería contrario al carácter universal del Reglamento *ex* art. 3.

Por otra parte, algunos autores, partiendo de que la ley aplicable *ex* art. 4.1 es la ley del lugar de situación de los activos dañados o la ley de la residencia habitual del inversor, han entendido que a través de la cláusula de vínculos más estrechos es posible aplicar la ley del mercado afectado. *Vid.* WEBER, C., "Internationale Prospekthaftung...", *cit.*, pp. 1586-1587. Esta solución, al margen de que en nuestra opinión se pueda alcanzar sobre la base de la interpretación del propio art. 4.1, es rechazable desde el punto de vista técnico por los mismos motivos que acabamos de argüir en relación con la aplicación de la ley del Estado miembro de origen de acuerdo con el art. 4.3.

628. *Vid.* sobre la cuestión BACH, I., "Chapter IV: Freedom of Choice", en HUBER, P., *Rome II Regulation*, Sellier, 2011, pp. 324-342; KADNER GRAZIANO, T., "Freedom to

En los supuestos de responsabilidad derivada del folleto no cabe la elección de ley *ex ante*, pues para ello es necesario que esta se negocie libremente “antes del hecho generador del daño”. El hecho generador del daño es, tal y como lo hemos definido, la publicación del folleto. No es posible que los inversores futuros adquirentes hayan negociado nada de forma previa, por cuanto en ese momento ni siquiera se sabe quiénes serán los destinatarios de la oferta. A ello se suma que, en cualquier caso, una elección de ley incluida en el folleto no se puede entender que sea “un acuerdo libremente negociado”⁶²⁹ y que, además, en el mercado primario los inversores son inversores minoristas que por lo general no desarrollarán actividad comercial⁶³⁰.

121. Por el contrario, la elección de ley *ex post* está abierta frente a todos los inversores, si bien está llamada a desempeñar un papel menor. La probabilidad de que las partes se pongan de acuerdo en la elección de la ley aplicable una vez que se ha producido el daño es baja, si tenemos en cuenta que la ley que beneficie a una de las partes perjudicará a la otra. Esto es, se trata de un juego de suma cero⁶³¹. Piénsese, por ejemplo, en el caso en el que tendría quizás una mayor importancia la posibilidad de elección de ley: el momento en que los inversores adquirentes en diferentes mercados planteasen la demanda ante el domicilio de uno de los demandados o en el Estado miembro de origen. Por obra de la denominada teoría del mosaico son de aplicación tantas leyes como lugares donde se hubieran producido daños. Esta circunstancia puede desincentivar el uso de mecanismos de acción colectiva. Pues bien, la elección de ley podría ser en tal caso una solución, pues con ello se aseguraría la aplicación de una única ley y, por tanto, se eliminarían las barreras para el uso de tales mecanismos. Sin embargo, es más que dudoso que los sujetos cuya responsabilidad se alega se avinieran a que se aplicase una ley cuando ello tendría por efecto facilitar que los inversores obtuvieran una indemnización. Más aun precisamente porque, habida cuenta de que la ley elegida no puede oponerse frente a terceros, se haría necesario que todos los sujetos cuya responsabilidad se alega estuvieran de acuerdo en

choose the applicable law in tort – Articles 14 and 4(3) of the Rome II Regulation”, en AHERN, J./ BINCHY, W., (Eds) *The Rome II Regulation on the law applicable to non-contractual obligations*, Martinus Nijhoff Publishers, 2009, pp. 113-132.

629. *Vid.* KIESSELBACH, P., “Prospectus liability...”, *cit.*, p. 197.

630. Como ya señalamos, *vid. supra* Capítulo Cuarto nota núm. 480, la categoría de inversores no cualificados utilizada no es exactamente coincidente con la categoría de consumidores utilizada en el art. 6 del Reglamento Roma I en materia de contratos de consumo, que resulta relevante a efectos del art. 14 del reglamento Roma II. *Vid.* en este sentido VON HEIN, J., “Finanzkrise...”, *cit.*, p. 412.

631. Así lo ha puesto de relieve la doctrina al referirse a la utilidad de la elección *ex post* en general. *Vid.* por todos GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J., *Derecho internacional...*, *cit.*, p. 367.

ello y el círculo de sujetos potencialmente responsables es relativamente amplio.

122. En un ámbito como el de la responsabilidad derivada del folleto en el que la responsabilidad desempeña una función supraindividual no debe admitirse la elección *ex ante* de ley, puesto que impediría que se cumpliese tal función. Según hemos señalado, la imposibilidad de elección *ex ante* en nuestro ámbito de estudio no es fruto de una decisión consciente del legislador, al contrario de lo que ocurre en otros ámbitos como es el de los actos ilícitos en materia de competencia, sino el resultado no buscado de una serie de circunstancias inherentes a este tipo de supuestos. Sin embargo, como decimos, el resultado final es adecuado⁶³². Por lo que hace a la posibilidad de elección *ex post*, es conveniente que las partes dispongan de tal posibilidad, toda vez que la elección de ley en ese momento no afecta a la función de *enforcement* de la normativa al no tener capacidad de influencia sobre el comportamiento de los responsables⁶³³.

3. Modelo de conexión autónoma y normas de seguridad y conducta

123. En los supuestos en que la ley aplicable no es la ley del lugar donde se produce el hecho generador del daño, el Reglamento permite tener en cuenta, en la medida en que sea procedente, para valorar el comportamiento de la persona cuya responsabilidad se alega las normas de seguridad y comportamiento del país en que ha tenido lugar el hecho que genera la responsabilidad (art.17). Esta norma tiene su origen en los Convenios de la Haya de accidentes de circulación por carretera y de responsabilidad por productos⁶³⁴. La opción del legislador en estos Convenios por una conexión personal, que supuso la desvinculación de la ley aplicable a la responsabilidad civil del lugar en que se produce el

632. Vid. VON HEIN, J., "Die Internationale...", *cit.*, p. 395, que afirma que por la función de ordenación del mercado que desempeña la responsabilidad no debería permitirse la elección de ley *ex ante*. Esta misma idea se refleja en la Propuesta del *Deutschen Rat für IPR* a la que nos referiremos en el Capítulo Séptimo. En esta propuesta de norma de conflicto se elimina la posibilidad de elección *ex ante* de ley aplicable. Vid. LEHMANN, M., "Proposition...", *cit.*, p. 516. Por el contrario, JUNKER, A., "Der Reformbedarf...", *cit.*, p. 262, entiende adecuado permitir la elección de ley tanto *ex ante* como *ex post*, pues la función de *deterrence* de la responsabilidad derivada del folleto no exige nada diferente por no ser lo suficientemente fuerte.

633. Vid. EINSELE, D., "Internationales...", *cit.*, pp. 42-43.

634. Art. 7 del Convenio sobre Ley Aplicable en Materia de Accidentes de Circulación por Carretera, hecho el 4 de mayo de 1971, y art. 9 del Convenio sobre Ley Aplicable a la Responsabilidad por Productos, hecho el 2 de octubre de 1973. Ya en la Propuesta de Reglamento la Comisión puso de relieve que lo que en aquel momento era el art. 13 –después 17– estaba basado en los artículos correspondientes de los Convenios de la Haya.

daño y donde en principio se desarrolla la conducta, exigía articular una vía para que el juez pudiese tomar en consideración las normas del lugar donde tuvo lugar el daño.

124. En nuestro ámbito de estudio, la introducción del principio del Estado miembro de origen para la aprobación del folleto también ha traído consigo la disociación entre normas regulatorias y normas de responsabilidad civil, si bien tal disociación se ha producido en la “dirección opuesta”. Recuérdese que, tradicionalmente, el régimen del folleto coincidía con las normas de responsabilidad derivada de su incumplimiento: en ambos casos la normativa de aplicación era la del Estado donde se localizaba el mercado afectado. No obstante, con la introducción del régimen de reconocimiento mutuo de autorizaciones para el lanzamiento de ofertas públicas, el régimen del folleto aplicable pasa a ser el del Estado miembro de origen, mientras que el régimen de responsabilidad civil aplicable a las consecuencias derivadas del incumplimiento del régimen regulatorio se sigue rigiendo por la ley del Estado de destino, el *target market*. Por lo tanto, al igual que en los supuestos de accidentes de circulación por carretera y responsabilidad por productos, normas jurídico-públicas y normas de responsabilidad aplicables se disocian. Sin embargo, en nuestro ámbito de estudio, a diferencia de aquellos casos, tal disociación se produce porque las normas regulatorias de aplicación pasan a ser las del Estado miembro de origen, mientras que en los supuestos de los Convenios de la Haya la disociación se produce porque la ley aplicable a la responsabilidad civil no es la del *locus damni* sino una ley diferente designada por una conexión personal⁶³⁵.

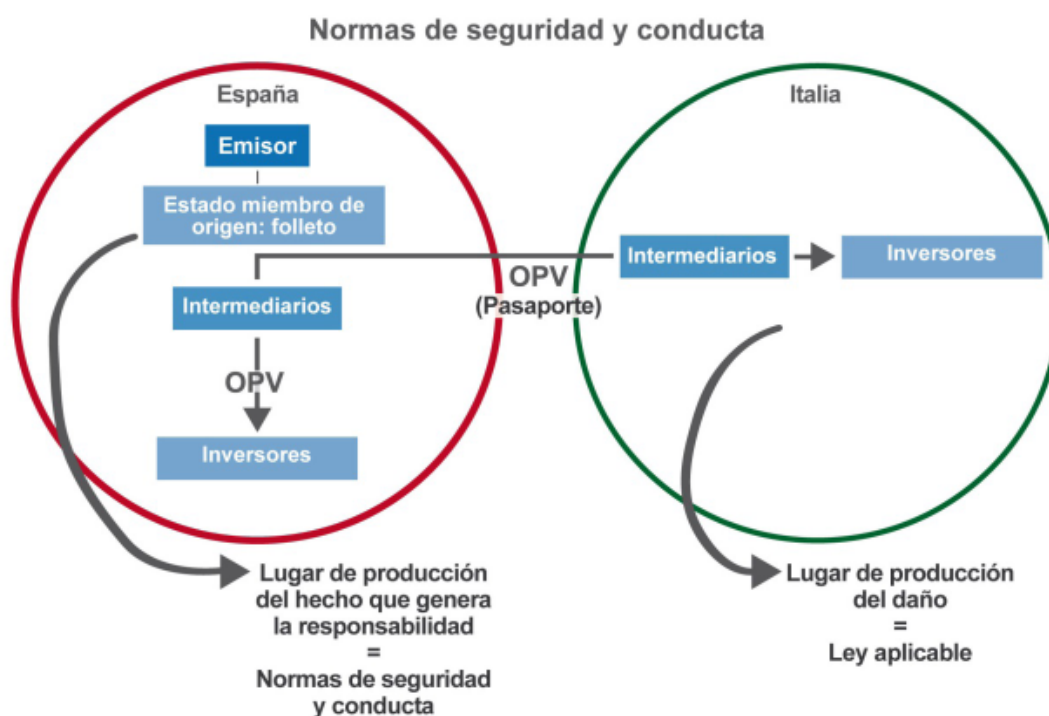
125. Una vez sentado lo anterior, queda por ver en qué medida es útil en nuestro caso el expediente de las normas de seguridad y conducta. Según hemos señalado ya, el lugar donde se produce el hecho que da lugar a la responsabilidad es el Estado miembro de origen, donde se ha aprobado el folleto en aplicación de sus normas nacionales de trasposición de la Directiva⁶³⁶. A su legislación cabe esperar que hayan adaptado su comportamiento los sujetos que han participado en la elaboración. Así pues, son sus normas las que, en su caso, pueden servir al juez nacional para valorar el comportamiento de la persona cuya responsabilidad se alega, cuando la ley designada por el Reglamento sea una ley diferente, *i.e.* la ley del Estado donde se hayan comercializado los valores.

Un ejemplo puede resultar de utilidad para ilustrar la cuestión. Imaginemos que un emisor, tras elaborar un folleto y someterlo a su aprobación por la CNMV como autoridad competente del Estado miembro

635. Vid. sobre esta cuestión SÁNCHEZ FERNÁNDEZ, S., “Mercado de valores y responsabilidad civil: modelos normativos”, *AEDIPr*, T. XI, 2011, pp. 335–367, pp. 356 y ss.

636. Vid. *infra* núm. 36.

de origen, lanza una oferta en España y en Italia. Cuando posteriormente se sabe que el folleto era engañoso, los valores se deprecian y se plantea una demanda ante los tribunales italianos. De acuerdo con lo que venimos manteniendo, la ley aplicable es, en principio, la ley italiana, en tanto que es donde se han comercializado y adquirido los valores. Entre los sujetos potencialmente responsables, de conformidad con el Derecho italiano, figuran las entidades colocadoras que hayan participado en la operación. Estas, como el resto de sujetos responsables, responden por culpa con inversión de la carga de la prueba⁶³⁷. El tribunal italiano, cuando la entidad colocadora trate de exonerarse alegando que sí que actuó diligentemente en el marco de la oferta, podrá valorar su comportamiento en relación con la elaboración y aprobación del folleto de acuerdo con la normativa del Estado miembro de origen, España⁶³⁸. Nótese que se da la circunstancia de que en España las entidades colocadoras no responden del contenido del folleto, de lo que se sigue que no tienen ninguna obligación de comprobación.



637. *Vid. supra* Capítulo Segundo núms. 56 y ss, especialmente nota núm. 189.

638. La interpretación que ha de hacerse del concepto de normas de seguridad y comportamiento ha de ser amplia. Como señala DICKINSON, A., *The Rome II...*, cit., p. 640, "It may be extended to non-legally binding conventional standards of behaviour (e.g. professional ethical standards). For example, it may be appropriate to judge the question whether the defendant acted dishonestly, if this is an element in liability under the law applicable to the non-contractual obligation, by taking into account of the customs and business practices in the place he acted".

La cuestión que se plantea es si es apropiado, en situaciones como la que ponemos como ejemplo, que ilustra bien el tipo de situaciones que pueden darse en la práctica, que los tribunales de los Estados miembros tomen en consideración la normativa del Estado miembro de origen para valorar el comportamiento de los sujetos, *i.e.* para valorar la diligencia con la que han actuado en el marco de la oferta. En nuestra opinión, el peso que ha de dársele en estas circunstancias a la normativa del Estado miembro de origen debería ser, en todo caso, menor. Y ello porque, a diferencia de lo que ocurre en los Convenios de la Haya a los que nos referíamos, en que se ha optado por una conexión personal y en que para los sujetos responsables es difícil, si no imposible, prever la ley que será finalmente aplicable a la responsabilidad y adaptar su comportamiento a ella, en nuestro ámbito de estudio estos sujetos saben de conformidad con qué leyes van a responder –las de cada mercado nacional al que se dirija la oferta– y pueden adaptar su comportamiento a lo que estas estipulen. En suma, en supuestos en que el sujeto cuya responsabilidad se alega sabía de los estándares más exigentes del Estado de destino, no parece apropiado tener en consideración las normas del lugar donde se produce el hecho generador del daño⁶³⁹.

Volviendo al ejemplo que proponíamos, aunque la ley aplicable es la italiana, para valorar la diligencia que exige esta como criterio de imputación de la responsabilidad, el tribunal podría tomar en consideración la normativa española. Sin embargo, no parece conveniente que así ocurra en este tipo de supuestos. La empresa colocadora podría haber realizado las comprobaciones del contenido del folleto que se esperan de este tipo de entidades conforme al Derecho italiano, con lo que es difícil aceptar que esta entidad pueda después exonerarse alegando que actuó con la diligencia exigible de acuerdo con los estándares de la normativa española. Máxime cuando, como dijimos, lo habitual será que en cada mercado actúen intermediarios locales. En nuestro ejemplo que sea una entidad italiana la que coloque los valores a través de su propia red comercial a sus propios clientes. Naturalmente, el artículo 17 es solo un instrumento en manos de los jueces que pueden decidir tomar en consideración o no la normativa del Estado de origen, pero que, a nuestro parecer, debería jugar un papel menor, en la medida en que los sujetos responsables puedan prever *ex ante* cuál será la ley aplicable a la responsabilidad y adaptarse a sus estándares.

126. Un problema particular se plantea en relación con la responsabilidad de los auditores, que responden del informe de auditoría que forma parte del contenido del folleto. El problema que plantea es particu-

639. Vid. ARIF, Y., "Eingriffsnormen und öffentlich-rechtliche Genehmigungen unter der Rom II-VO", *ZfRV*, núm. 34, 2011, pp. 258-267; BACH, I., "Article 17: Rules of Safety and conduct", HUBERT, P. (Ed.), *Rome II Regulation*, Sellier, 2011, pp. 365-374.

lar porque, a diferencia de lo que ocurre con los demás extremos contenidos en el folleto y los demás responsables, los auditores no realizan el informe expresamente para su incorporación en el folleto. Aunque deben contar con la posibilidad de que su informe se incorpore a un folleto si el emisor lanza una OPV, razón que justifica que respondan de su contenido frente a los inversores, lo que desde luego no pueden prever es cuál va a ser ni el Estado miembro de origen ni los Estados a cuyos mercados se va a dirigir la oferta. Por ello, en este caso sí puede resultar aconsejable atender, para valorar la diligencia de estos, a los procedimientos propios de la actividad auditora y al modelo de conducta que establezca la normativa conforme a la que actuasen.

En este punto se presenta una dificultad añadida: los auditores no han actuado necesariamente de conformidad con la legislación del Estado miembro de origen, *i.e.* de conformidad con la legislación del país donde se ha producido el hecho generador del daño tal y como lo hemos definido. Se plantea, pues, la cuestión de si pueden tomarse en consideración en el marco del artículo 17 las normas de otro Estado diferente⁶⁴⁰. Tomemos el ejemplo anterior e imaginemos que, aunque España es el Estado miembro de origen, el domicilio social del emisor es Portugal⁶⁴¹. En ese caso, es de esperar que se hayan auditado las cuentas anuales del emisor de conformidad con la legislación portuguesa. Pues bien, a nuestro parecer hay que interpretar que en el caso de los auditores el hecho generador del daño es diferente que en relación con el resto de sujetos que actúan: no se trata de la publicación del folleto sino del informe de auditoría. La actuación de los auditores se habrá de valorar conforme a la legislación del Estado donde se haya elaborado el informe de auditoría *ex* artículo 17. Así se sigue de lo establecido recientemente por el TJUE en el asunto *Melzer* al pronunciarse en un supuesto relativo al artículo 5.3 del Reglamento Bruselas I⁶⁴². De acuerdo con el Tribunal, cuando hay más de un autor, el hecho dañoso ha de determinarse separadamente para cada uno de ellos. No hay ningún inconveniente, a nuestro parecer, para trasladar las conclusiones ahí alcanzadas al ámbito de las normas de seguridad y conducta.

640. LEHMANN, M., "Proposition...", *cit.*, pp. 518-519, detecta asimismo esta debilidad de la regulación.

641. Recuértese que en emisiones de deuda de valor nominal unitario superior a mil euros y de derivados, el emisor puede elegir el Estado miembro de origen entre el Estado miembro del domicilio social y cualquiera de aquellos en los que se ha lanzado la oferta. *Vid. supra* Capítulo Tercero núms. 40-42.

642. *Vid. supra* nota núm. 571 sobre la STJUE *Melzer*.

4. Sobre la responsabilidad derivada del folleto como ley de policía

127. Por último, resta referirse a la cuestión de si las normas de responsabilidad civil derivada del folleto tienen la condición de leyes de policía a efectos del artículo 16 del Reglamento y son de aplicación, por tanto, con independencia de la ley designada por las normas de conflicto. Aunque el Reglamento Roma II no incluye definición alguna del concepto de ley de policía, parece claro que es válida en este ámbito la definición que se establece en el artículo 9.1 del Reglamento Roma I y que fue tomada de la STJUE en el asunto *Arblade*⁶⁴³: “una disposición cuya observancia un país considera esencial para la salvaguardia de sus intereses públicos, tales como su organización política, social o económica, hasta el punto de exigir su aplicación a toda situación comprendida dentro de su ámbito de aplicación, cualquiera que fuese la ley aplicable al contrato”⁶⁴⁴.

128. Tres elementos han de tenerse en cuenta en este punto. En primer lugar, a diferencia de lo que se establece en el Reglamento Roma I, en el ámbito del Reglamento Roma II solo cabe la aplicación de las leyes de policía del foro. En segundo lugar, se refiere solo a disposiciones que sean *internacionalmente* imperativas⁶⁴⁵. En tercer lugar, solo son tales aquellas que son cruciales para la organización, política o social del foro, *i.e.* aquellas normas al servicio de intereses supraindividuales⁶⁴⁶.

643. STJUE de 23 de noviembre de 1999 en los asuntos acumulados C-369/96 y C-376/96, *Jean-Claude Arblade, Arblade & Fils SARL y Bernard Leloup, Serge Leloup, Sofrage SARL*, (STJUE *Arblade*) pfo. 30. El TJUE responde en este asunto a una cuestión prejudicial de interpretación relativa a la compatibilidad de unas leyes de seguridad y policía de Derecho belga con las libertades básicas. Así pues, la definición que proporcionó de ese concepto en tal caso no pretendía ser una definición de alcance general para Derecho de la UE sino que se trataba de una definición en Derecho belga –*vid.* pfo. 31 de la STJUE–. Por ello, algunos autores, *vid. inter alia* BONOMI, A., “Overriding mandatory provisions in the Rome I Regulation on the law applicable to contracts”, *Yearbook of Private International Law*, Vol. X, 2008, pp. 286-300, pp. 287-288, se muestran críticos con la adopción de tal definición a efectos de Derecho de la UE. En cualquier caso, lo que está claro es que con la introducción de esta en el articulado del Reglamento Roma I, se ha consagrado tal concepto como un concepto comunitario.

644. Esta definición contenida en el Reglamento Roma I debe hacerse extensible a las leyes de policía en el marco de las obligaciones extracontractuales por cuanto, de un lado, la referencia a la definición de la STJUE en el asunto *Arblade* figuraba en la Propuesta de la Comisión y, de otro lado, existe la obligación de interpretar de forma coherente los dos textos, obligación recogida en el cdo. 7 de ambos Reglamentos.

645. A diferencia, por ejemplo, de lo que sugieren los arts. 14.2 y 14.3 del Reglamento, que parecen referirse a disposiciones que sean imperativas, a secas.

646. *Vid.* sobre las leyes de policía en el ámbito extracontractual MASEDA RODRÍGUEZ, J., “El juego de las normas imperativas en el Reglamento Roma II sobre ley aplicable a las obligaciones no contractuales: límites a la aplicación de la *lex causae*”, *Revista electrónica de estudios internacionales*, núm. 25, 2013, www.reei.org, pp. 5-22.

129. Se ha planteado la posibilidad de entender que el artículo 6 de la Directiva de Folletos pudiera tener la condición de ley de policía en el sentido del artículo 16⁶⁴⁷. Esta disposición de la Directiva exige que un círculo mínimo de sujetos respondan del contenido del folleto y que los Estados miembros garanticen la aplicación a estos de sus disposiciones de responsabilidad civil. De esta manera, la disposición de la Directiva exige, ante un folleto aprobado que contiene información engañosa, que se produzcan determinadas consecuencias en el ámbito de la responsabilidad extracontractual⁶⁴⁸. Si tuviera la condición de ley de policía, el artículo 6 exigiría que el foro aplicara su régimen de responsabilidad civil cuando la ley designada por las normas de conflicto fuera la de un tercer Estado.

130. Pero, en consonancia con lo recientemente establecido por el TJUE en el asunto *Unamar*, podría irse un paso más allá y plantearse la cuestión de si la transposición de la Directiva realizada por los Estados miembros tiene la condición de ley de policía, y se aplica incluso en el caso de que la ley designada por las normas de conflicto sea la de otro Estado miembro⁶⁴⁹. En el asunto *Unamar*, el Tribunal consideró que se puede dejar de aplicar la ley elegida por las partes para el contrato cuando esta sea la de un Estado miembro que ha transpuesto correctamente una Directiva, para aplicar en su lugar la *lex fori* alegando el carácter de ley de policía de su propia norma de transposición⁶⁵⁰.

En supuestos de responsabilidad derivada del folleto, la armonización de la Directiva se reduce a indicar, junto con la necesidad de que los Estados miembros apliquen sus normas de responsabilidad, un círculo mínimo de sujetos responsables. Las diferencias entre los Estados miembros son tan notables que se mueven entre quienes establecen un régimen de responsabilidad civil específico muy protector con el

647. DICKINSON, A., *The Rome II...*, cit., p. 635, cuando se refiere a las normas que podrían ser leyes de policía del Derecho de la UE –“mandatory rules of EC law”– y que tienen influencia sobre obligaciones extracontractuales, señala que este podría ser el caso del art. 6 de la Directiva de Folletos y del artículo equivalente de la Directiva de Transparencia (art. 7), aunque deja la respuesta abierta.

648. ARIF, Y., “Eingriffsnormen...”, cit., p. 264, se refiere como normas de intervención a los efectos sobre las obligaciones extracontractuales que tengan las aprobaciones regulatorias –“öffentlich-rechtliche Genehmigungen”–, como sería este el caso.

649. Vid. recientemente en relación con un contrato de agencia en la STJUE de 17 de octubre de 2013, asunto C-184/12, *United Antwerp Maritime Agencies (Unamar) NV y Navigation Maritime Bulgare* (STJUE *Unamar*).

650. Pero, como señala el TJUE, “ello únicamente si dicho tribunal comprueba de manera circunstanciada que, en el marco de la transposición, el legislador del Estado del foro consideró crucial, en el seno del correspondiente ordenamiento jurídico, conceder al agente comercial una protección más amplia que la protección prevista en la citada Directiva, teniendo en cuenta a este respecto la naturaleza y el objeto de tales disposiciones imperativas” (pfo. 52 STJUE *Unamar*).

inversor hasta quienes aplican sus normas generales de responsabilidad aquiliana. En consecuencia, procede plantearse si las normas nacionales de responsabilidad civil son leyes de policía a efectos del artículo 16, de manera que la ley del foro sea, en su caso, de aplicación cuando la ley designada por las normas de conflicto sea una ley distinta de la del foro, con independencia de que se trate de la de un tercer Estado o la de un Estado miembro.

131. El punto de partida en el análisis es la afirmación de la excepcionalidad de las leyes de policía. Se trata de un recurso extraordinario en manos de los tribunales, que dejarán de aplicar las normas designadas por las normas de conflicto cuando estas no garanticen la salvaguarda de intereses que el Estado considera esenciales para su organización política, social o económica⁶⁵¹.

132. Sin embargo, cuando el criterio de conexión de las normas de conflicto sí garantiza la tutela de los intereses que persigue la normativa sustantiva, el recurso a las leyes de policía se hace innecesario.

Un ejemplo de ello se encuentra en el caso de los ilícitos concurrenciales. La norma de conflicto del artículo 6 establece un criterio de conexión que garantiza la tutela de estos intereses: es de aplicación la ley del país cuyo mercado resulte afectado⁶⁵². El tribunal que conozca de una cuestión en esta materia solamente se plantearía aplicar las normas de responsabilidad civil como leyes de policía cuando su mercado nacional se viera afectado, pues es la única situación en la que estas se declaran aplicables. Y el recurso a estas se hace innecesario porque el criterio de conexión del artículo 6 ya designa como aplicable la ley del foro.

133. Una situación similar se plantea en los supuestos de responsabilidad derivada del folleto *ex* artículo 4 de acuerdo con la construcción hecha a lo largo de este trabajo de investigación⁶⁵³. La ley aplicable es la ley del mercado afectado, entendido como aquel donde se comercializan los valores. La aplicación de esta ley garantiza la tutela de los intereses públicos en juego, *i.e.* el correcto funcionamiento del mercado. Como señalábamos en el caso de los ilícitos concurrenciales, los tribunales del

651. De acuerdo con el cdo. 32 del Reglamento “Consideraciones de interés público justifican, en circunstancias *excepcionales*, el recurso por los tribunales de los Estados miembros a *excepciones* basadas en el orden público y en leyes de policía” –la cursiva es nuestra–.

652. Así lo han puesto de relieve PLENDER, R./WILDERSPIN, M., *The European Private... cit.*, p. 746, que señalan adicionalmente que la eliminación de la autonomía de la voluntad en este ámbito es un reflejo de que son normas cruciales para la salvaguarda de intereses públicos.

653. Una aproximación similar se puede encontrar en VON HEIN, J., “Finanzkrise...”, *cit.*, p. 412, que establece asimismo un paralelismo con el artículo 6.

Estado miembro donde se plantee una demanda en esta materia solo considerarán la aplicación de su régimen de responsabilidad civil como ley de policía cuando en el mercado nacional se hayan comercializado los valores, puesto que solamente en esa situación sus normas se declaran aplicables. Y en este caso como en aquel no existe necesidad de recurrir al expediente de las leyes de policía porque la ley designada por las normas de conflicto ya es la del foro.

134. No obstante, existe una diferencia relevante entre los supuestos que analizamos en este trabajo de investigación y aquellos a los que se refiere el artículo 6. En este último caso se excluye la autonomía de la voluntad tanto *ex ante* como *ex post*, de forma que la ley aplicable siempre es la del mercado afectado. Este no es el caso en los supuestos de responsabilidad derivada del folleto, en los que, a nuestro modo de ver, debería admitirse la aplicación de una ley diferente de la del mercado afectado en el improbable caso de que las partes se hayan puesto de acuerdo en elegir la ley de aplicación tras la producción del hecho generador del daño. La elección de ley *ex post* sería posible porque la responsabilidad derivada del folleto solamente sirve a intereses generales en la medida en que actúa de *deterrence*, influyendo en el comportamiento de los sujetos que participan en la OPV. Una vez que se ha producido el daño y ha nacido la responsabilidad, ya no es posible afectar al comportamiento, y permitir la elección de ley sirve al segundo de los objetivos de la normativa sustantiva, *i.e.* la protección del inversor⁶⁵⁴.

III. RECAPITULACIÓN

135. El Reglamento Roma II es de aplicación para designar la ley que rige la responsabilidad derivada del folleto, pues esta cuestión no se encuentra incluida en ninguna de las exclusiones del artículo 1.2 del Reglamento. En particular, la responsabilidad derivada del folleto ni es una obligación que se derive del carácter negociable de un instrumento financiero ni tiene naturaleza societaria.

136. En ausencia de una regla especial en el Reglamento, para la determinación de la ley aplicable es de aplicación la regla general *lex loci damni*. Son dos las cuestiones que hay que concretar en relación con esta regla: cuál es el daño relevante y, a continuación, dónde se localiza este.

654. Así lo hemos mantenido ya *supra* núm. 122. Esta misma argumentación sirve a parte de la doctrina para sostener que sería adecuado modificar el artículo 6 para permitir, en aquel caso también, la posibilidad de elección *ex post*. *Vid.* FITCHEN, J., "Choice of law...", *cit.*, p. 346.

137. En supuestos de responsabilidad derivada del folleto se producen dos “tipos de daños”. La publicación del folleto engañoso con ocasión de una OPV afecta al mecanismo de formación de los precios, una de las funciones básicas que desempeñan los mercados de valores. El primer daño es, pues, un daño institucional. Los inversores adquirirán los valores a un precio distorsionado. Cuando la verdadera situación del emisor salga a la luz, el precio de los valores se corregirá. Los inversores sufrirán un daño patrimonial derivado de la depreciación de estos. Por lo tanto, el segundo daño es un daño puramente financiero.

138. La doctrina mayoritaria ha considerado que el daño relevante es el daño individual sufrido por los inversores. A nuestro parecer, por el contrario, el daño relevante es el daño institucional. De la misma manera que el artículo 6 concreta la regla general para supuestos de ilícitos concurrenciales en el mercado afectado, de lo que se sigue que el daño relevante es el daño que padece el mercado, se puede interpretar el artículo 4.1 en supuestos de responsabilidad derivada del folleto en el mismo sentido. Y ello porque los objetivos de política legislativa son similares: en ambos casos la responsabilidad, además de una función compensatoria, desempeña una función de fomento del cumplimiento de la normativa: está al servicio de intereses generales.

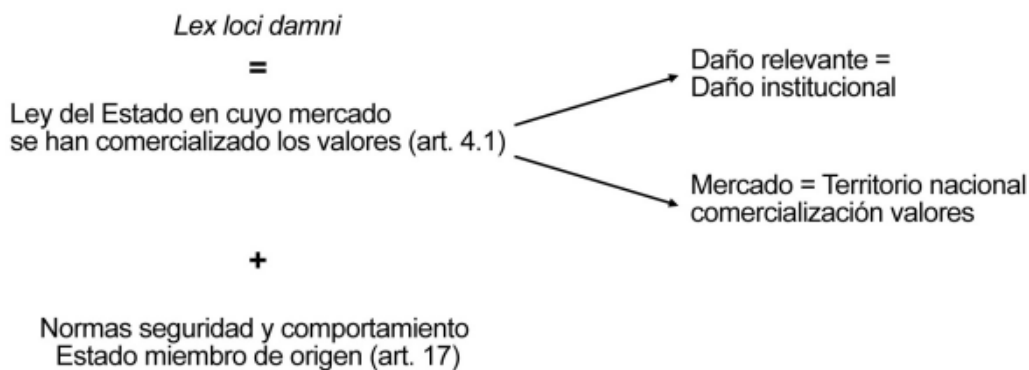
139. La localización del daño individual lleva a resultados indeseables. La doctrina mayoritaria aboga por localizar tal daño en la cuenta donde se mantienen los valores que se han depreciado. Al margen de que ello suponga equiparar el valor negociable con el soporte al que se incorpora y atender a la localización que el Derecho hace de este, lo que es cuestionable, conduce –potencialmente– a la aplicación de la ley de cualquier país del mundo. Este resultado es contrario a los objetivos del Reglamento: afecta a la previsibilidad de las soluciones y no garantiza un equilibrio entre las partes. Tampoco garantiza el cumplimiento de los objetivos de la normativa sustantiva, en tanto que no garantiza la función de *enforcement* de la responsabilidad.

A un resultado algo mejor lleva localizar el daño en atención al denominado “test de irreversibilidad”. De acuerdo con este, el lugar relevante es aquel en donde se produce la actuación que hace que el daño ya no sea evitable por el inversor. Ese lugar es aquel en el que se haya difundido la información engañosa y se hayan adquirido los valores sobre la base de esta. Cuando difusión de la información y adquisición se produce en el mismo lugar, el resultado es razonable: se aplicará la ley de cada uno de los mercados donde el emisor haya comercializado los valores. El problema surge cuando ambos se disocian, pues el daño solamente deja de ser evitable donde se adquieren los valores. En este caso se plantean problemas similares a los que surgen con la localización del daño en la cuenta donde se tienen los valores.

140. La localización del daño institucional, por el que nos hemos inclinado, es sencilla y lleva a resultados adecuados. El daño se produce en el mercado en el que se hayan comercializado los valores, *i.e.* donde se hayan ofertado o donde se haya solicitado la admisión a negociación. Cuando sean varios, la concreción se hace en atención al mercado en el que el inversor haya adquirido. En los casos en que el inversor no haya adquirido en ninguno de los mercados, se ha atender a aquel con que el supuesto presente los vínculos más estrechos como cláusula de cierre *ex artículo 4.3*

141. La interpretación de la regla *lex loci damni* en supuestos de responsabilidad derivada del folleto que proponemos está “a caballo” entre dos de las reglas especiales del Reglamento: la regla en materia de ilícitos concurrenciales y aquella en materia de productos defectuosos. El daño relevante es el daño institucional, como sucede en el artículo 6. El criterio para la localización del daño recuerda la regla de productos defectuosos en que se parte de una cláusula de comercialización que se concreta en una de sus conexiones en el lugar de adquisición del producto, como hemos propuesto nosotros.

142. Los supuestos en los que surge la responsabilidad derivada del folleto son típicamente ilícitos a distancia: lugar de producción del hecho causal –Estado miembro de origen– y lugar donde se produce el daño –mercado afectado– se disocian. Las personas cuya responsabilidad se alega habrán cumplido con las normas regulatorias del Estado miembro de origen y es posible que hayan adaptado su comportamiento a los estándares de tal Estado. El artículo 17 permite que el tribunal tome en consideración las normas de ese Estado, como normas de seguridad y comportamiento, a la hora de valorar la conducta del responsable de acuerdo con la ley del mercado afectado.



CAPÍTULO SÉPTIMO

CONSIDERACIONES *DE LEGE FERENDA*

I. PLANTEAMIENTO

1. La determinación de la ley aplicable a la responsabilidad derivada del folleto de acuerdo con el actual marco normativo plantea, según hemos señalado, numerosos problemas. Como no está en nuestro ánimo repetir las consideraciones ya hechas, nos vamos a ceñir a lo que entendemos que es la conclusión fundamental que se sigue del análisis positivo del Capítulo precedente y que constituye, a nuestro juicio, el problema esencial en este ámbito: la existencia de una fuerte inseguridad jurídica en relación con cuál es la ley aplicable a la responsabilidad civil derivada del folleto con la redacción actual del Reglamento Roma II. El análisis previo deja patente la falta de acuerdo entre la doctrina en relación con la determinación del daño relevante y con la interpretación que hay que darle al concepto “lugar de producción del daño” del artículo 4.1 en este tipo de casos. Aunque la interpretación que hemos propuesto entendemos que lleva a un resultado razonable, lo cierto es que, en general, las conclusiones –divergentes– a las que han llegado la mayoría de los autores son extremadamente insatisfactorias tanto desde el punto de vista de la previsibilidad de las soluciones como desde el punto de vista del logro de los objetivos que persigue la regulación sustantiva de la responsabilidad. Ello ha llevado a un sector importante de la doctrina a buscar

soluciones “alternativas”, como la que preconiza la conveniencia de irse a una conexión accesorio por la vía de los vínculos más estrechos o a través de una norma de conflicto especial contenida en la Directiva que desplazaría las soluciones del Reglamento.

Así pues, las soluciones que se han propuesto son múltiples y parece que el único punto común de todos los autores que han estudiado la cuestión es que no hay acuerdo. Este escenario de inseguridad jurídica resulta especialmente insatisfactorio en un ámbito en el que el incremento en el riesgo asociado a las operaciones puede tener consecuencias muy negativas. Los emisores, ante el incremento del coste de la operación que supone la incertidumbre en cuanto al régimen conforme al que pueden responder y a los estándares a los que han de adaptarse, pueden decidir o bien trasladar tal coste al inversor, o bien sencillamente no realizar ofertas que en una situación diferente sí llevarían a cabo. En ambos casos, un primer resultado es la alteración de los proyectos en los que los inversores colocan su ahorro, lo que significa que se distorsiona el mecanismo de asignación eficiente de los recursos. Un segundo resultado indeseado es que se desincentivan las operaciones transfronterizas, lo que supone una barrera para la integración de los mercados de valores dentro del marco de la UE⁶⁵⁵.

2. Por ello, sería aconsejable introducir una norma de conflicto específica en el Reglamento Roma II, como ha sugerido la mayor parte de la doctrina, que se ha debatido entre la conveniencia de introducir una norma de conflicto *ad hoc* en la materia específica de la responsabilidad derivada del folleto al estilo del Derecho suizo, o bien tratar de elaborar una norma de conflicto con un ámbito de aplicación material más amplio que abarque cualquier ilícito que se produzca en el mercado de valores.

3. Habida cuenta de que nuestro ámbito de estudio está acotado a la responsabilidad derivada del folleto, vamos a proponer una solución que, a la luz de las consideraciones que hemos hecho a lo largo de este trabajo, sea adecuada para estos supuestos. Posteriormente contrastaremos la solución propuesta con la norma de conflicto que recientemente ha formulado la Subcomisión de Derecho del Mercado de Valores del *Deutschen Rat für Internationales Privatrecht (IPR)*, que ha elaborado la primera propuesta de este tipo para la modificación del Reglamento Roma II y que tiene un ámbito de aplicación material que va mucho más allá de la responsabilidad derivada del folleto: se refiere a los ilícitos que se produzcan en los mercados de valores⁶⁵⁶. El propósito de ello es valorar en qué medida esta norma de conflicto responde adecuadamente a las necesidades que presenta específicamente el instituto objeto de

655. *Vid.* realizando críticas en un sentido similar GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J., “The law applicable...”, *cit.*, p. 455; LEHMANN, M., “Proposition...”, *cit.*, pp. 493-495.

656. *Vid. infra* el Anexo con la Propuesta en castellano y el original el alemán.

estudio, porque consideramos que, en la medida en que sea posible, es aconsejable optar por una norma de conflicto que abarque el mayor número posible de actos ilícitos del mercado de valores. De esta manera se evitarán problemas de calificación y, en general, se reducirá la complejidad en la aplicación de la norma.

En consecuencia, el orden expositivo elegido responde al objetivo de formular sugerencias *de lege ferenda* a partir de las conclusiones alcanzadas en el análisis realizado a lo largo del trabajo y tratar de integrar este resultado en el contexto más amplio que nos proporciona la Propuesta del *Deutschen Rat für IPR*.

II. UNA NORMA DE CONFLICTO PARA LA RESPONSABILIDAD DERIVADA DEL FOLLETO: *LOCUS DAMNI* COMO MERCADO AFECTADO

4. Una norma de conflicto que se adecue a las necesidades de las OPVs transfronterizas debe partir de una concreción del criterio de conexión “lugar de producción del daño” que sea previsible para las partes y responda no sólo a los intereses de estas sino que también refleje la función supraindividual que el régimen sustantivo de la responsabilidad está llamado a desempeñar. A nuestro juicio, como ya pusimos manifiesto a lo largo del Capítulo Sexto, el daño relevante es el daño institucional y el lugar donde se produce este es el mercado afectado. La propuesta que vamos a formular a continuación pretende recoger la interpretación que hemos hecho de la regla general en una norma específica que la clarifique, *i.e.* que precise el punto de conexión para supuestos de responsabilidad derivada del folleto⁶⁵⁷. Por ello, vamos a volver sobre las ideas a las que nos hemos referido en buena parte del capítulo anterior.

5. Precisamente porque el punto de partida es que el daño relevante es el daño institucional, la norma de referencia de esta propuesta es el actual artículo 6 en materia de Derecho de la competencia. Ello también se justifica en tanto que ambos supuestos guardan similitudes en cuanto a la vinculación entre la responsabilidad y la salvaguarda de intereses generales, que ha llevado a plantear la posibilidad de aplicación analógica del artículo 6 en supuestos de responsabilidad derivada del folleto *de lege lata*. Como señalaremos más adelante, esta misma disposición ha servido de referencia en la elaboración de la Propuesta del *Deutschen Rat für IPR*.

657. *Vid.* una propuesta en un sentido similar en GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J., “The law applicable...”, *cit.*, p. 455 y ss., que propone la modificación del Reglamento introduciendo una regla basada en la *lex loci damni* pero interpretada bajo un *market oriented test*. *Vid.* asimismo CORNELOUP, S., “Roma II...”, *cit.*, pp. 79 y ss. En relación con la Propuesta del *Deutschen Rat für IPR* nos pronunciaremos en el siguiente epígrafe.

6. Sin embargo, no se trata de la única referencia para nuestra propuesta. El artículo 5 en materia de productos defectuosos es relevante para la determinación del lugar de producción del daño, puesto que el mercado afectado en el caso de las OPVs es el mercado nacional donde se *comercialicen* los valores, *i.e.* donde se oferten y/o donde se solicite la admisión a negociación. Es en el mercado afectado donde, con el fin de lograr vender sus valores y así obtener financiación, se habrá difundido la información engañosa y se habrá con ello afectado al mecanismo de formación de precios y al funcionamiento del mercado, *i.e.* es el lugar donde se produce el daño supraindividual. Se trata, igualmente, del lugar donde los inversores reciben la información y adquieren, en su caso, los valores a un precio distorsionado: es el “lugar de encuentro” de las víctimas y los sujetos cuya responsabilidad se alega.

7. Así pues, el punto de partida debe ser la aplicación de la ley del país en cuyo mercado se oferten los valores o se solicite la admisión a negociación⁶⁵⁸. Cuando se trata de una OPV internacional, en que únicamente hay un mercado afectado y la internacionalidad del supuesto la introduce solamente la *lex incorporationis* del emisor, esta solución es suficiente. Aunque es cierto que, habida cuenta de que el folleto tiene un plazo de validez de doce meses, es posible adquirir los valores sobre su base en el mercado secundario de un país diferente –piénsese en las adquisiciones OTC que se pudieran realizar–, estos mercados de países diferentes no deben considerarse mercados afectados. Esto es así por dos razones. En primer lugar, porque la persona cuya responsabilidad se alega no ha dirigido la oferta a tales mercados, de manera que la información engañosa no se ha difundido ahí, y la aplicación de tal ley ni es previsible para el sujeto cuya responsabilidad se alega ni puede considerarse que fuera una expectativa legítima de la víctima. En segundo lugar, porque, en la medida en que de nuevo la ley aplicable no es la del mercado, no se compadece con uno de los dos objetivos que trata de alcanzar la normativa sustantiva en materia de responsabilidad derivada del folleto, que es el correcto funcionamiento del mercado.

8. No obstante, esta solución solo es válida, como decíamos, para las OPVs internacionales. En las OPVs multinacionales, en que los mercados de varios países han sido afectados, bien porque en ellos se han ofertado los valores, bien porque se ha solicitado la admisión a negociación en un mercado regulado, se hace necesaria alguna precisión adicional. Este criterio adicional puede ser, a falta de otra solución mejor, el mercado del país, de entre aquellos a los que se dirige la oferta o donde se

658. Otros autores en sus propuestas se han limitado a hacer referencia a los mercados donde ha habido admisión a negociación, excluyendo aquellos en los que únicamente ha habido oferta, por motivos que no quedan del todo claros. *Vid.* ARONS, T., “All roads...”, *cit.*, p. 485 y ss; WEBER, C., “Internationale Prospekthaftung...”, *cit.*, p. 1587.

solicita la admisión a negociación, donde el inversor haya adquirido los valores⁶⁵⁹. Así lo hemos entendido también *de lege lata*. Esta solución, que sigue de nuevo la lógica de la norma en materia de productos defectuosos, es previsible para los sujetos responsables, pues se aplica una de las leyes con las que *ex ante* debían contar, y cumple con las expectativas que el inversor pudiera razonablemente tener, pues se aplica la ley del lugar donde haya adquirido. No cambia esta valoración, por los motivos que ya pusimos en su momento de relieve, el hecho de que el inversor adquiriera en el mercado secundario, de forma que se aplique el principio de la *best execution order* establecido en la Directiva MIFID⁶⁶⁰.

9. Cabe, sin embargo, la posibilidad de que el inversor que adquiere valores objeto de una OPV multinacional en el mercado secundario lo haga fuera de uno de los mercados afectados. Este supuesto no queda solucionado por el criterio anterior y sería conveniente introducir para ello una cláusula de cierre basada en la aplicación de la ley del país con el que el supuesto presente los vínculos más estrechos. Sería aconsejable, asimismo, limitar esta cláusula a los países cuyos mercados se hubieran visto afectados. Sólo de esta manera se garantiza que se alcancen los objetivos que la normativa persigue en materia de previsibilidad y, sobre todo, en cuanto a la protección del funcionamiento del propio mercado⁶⁶¹. Un indicio de que existen vínculos más estrechos con uno de esos mercados en particular es, como ya señalamos en referencia a la aplicación del artículo 4.3 *de lege lata*, que la operación se haya compensado y liquidado en tal país⁶⁶².

10. Los criterios de conexión que hemos propuesto en los párrafos precedentes para OPVs internacionales y multinacionales tienen la virtud, además de cumplir con los objetivos que la normativa persigue, de alinearse con las soluciones por las que han optado los legisladores en el panorama comparado.

En el ordenamiento estadounidense, las normas de aplicación en materia de responsabilidad derivada del folleto son la *Section 11* y la *Rule 10b-5*. La *Section 11* se aplica exclusivamente en aquellos

659. Optan por este criterio *de lege ferenda* ARONS, T., "All roads...", *cit.*, p. 486; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J., "The law applicable...", *cit.*, p. 455.

660. *Vid. supra* Capítulo Sexto núms. 98 y ss.

661. Por ello, a nuestro juicio hay que rechazar otras propuestas, como atender al Estado miembro de origen, por cuanto, aunque generalmente será uno de los mercados afectados, no es necesariamente así. *Vid. al respecto* ARONS, T., "All roads...", *cit.*, p. 486; GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J., "The law applicable...", *cit.*, p. 456. Con mayor motivo aún hay que rechazar la posibilidad de aplicar la ley de la sede del operador del sistema en el que se ha celebrado el contrato o sede del banco a través del que se ha adquirido. *Vid. en este sentido* WEBER, C., "Internationale Prospekthaftung...", *cit.*, p. 1587.

662. *Vid. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J., "The law applicable...", cit.*, p. 456.

supuestos en que los emisores hayan tenido que cumplir con el régimen del folleto estadounidense y tal obligación existe cuando el mercado al que se dirija la oferta sea el estadounidense. La *Rule 10b-5*, con la nueva interpretación de la *Supreme Court* en el caso *Morrison* en que se ha establecido el denominado *transaction test*, es de aplicación cuando los valores se negocien en mercados estadounidenses y la transacción se haya producido en tales mercados⁶⁶³. Nótese que, si bien planteada de forma unilateral, la respuesta del ordenamiento estadounidense es perfectamente coincidente con la que aquí se propone.

Por lo que hace al Derecho suizo, el artículo 156 IPRG, que establece la única norma de conflicto en materia de responsabilidad derivada del folleto en el panorama comparado, al menos por lo que a nosotros se nos alcanza, permite al inversor optar por la aplicación de la ley del Estado de incorporación del emisor o por la ley del país donde se realiza la emisión –*Platzierungsmarkt*–⁶⁶⁴. Esta segunda posibilidad coincide con la regla de partida que hemos propuesto en este punto.

11. A pesar de las virtudes que entendemos que tienen los criterios de conexión que hemos sugerido hasta ahora, existe un problema en las OPVs multinacionales que estos no solucionan: cuando se presenta la demanda ante el domicilio de uno de los demandados, la aplicación distributiva de la ley de cada uno de los mercados afectados afecta a la utilización de los mecanismos de acción colectiva en un ámbito caracterizado por la existencia de daños causados a un número muy elevado de sujetos pero que en general serán de escasa cuantía. Parece procedente, por este motivo, articular alguna vía para favorecer este tipo de demandas. La solución puede ser paralela a la adoptada por el legislador en materia de Derecho de la competencia: permitir en esos casos plantear todas las demandas de conformidad con la ley del foro siempre que el mercado de ese país sea uno de los mercados afectados tal y como los hemos definido. Esta norma favorece que se ejerciten estas acciones y con ello se contribuye a alcanzar el objetivo de protección del inversor, pero, sobre todo, favorece el *private enforcement* de la normativa en esta materia⁶⁶⁵.

12. El criterio de conexión de la residencia habitual común de la víctima y la persona cuya responsabilidad se alega, en nuestra opinión, debe descartarse por cuanto que se trata de una conexión de carácter personal

663. *Vid. supra* Capítulo Cuarto núms. 22 y ss.

664. *Vid. supra* Capítulo Cuarto núm. 30.

665. Aunque el fundamento último es el mismo que en Derecho de la competencia, favorecer la función de *deterrence* de la responsabilidad, hay que tener en cuenta que los problemas de acción colectiva no se plantean en ese ámbito, en la medida en que no será habitual que el número de demandantes sea tan elevado.

que no resulta adecuada en un ámbito en el que se persiguen objetivos que van más allá del equilibrio de intereses entre las partes⁶⁶⁶. Asimismo, parece oportuno no incluir una cláusula de escape en la línea del artículo 4.3. Las soluciones a las que llevan los criterios de conexión propuestos parecen adecuadas para colmar las necesidades que se plantean en este ámbito, mientras que la posibilidad de aplicar una ley diferente porque presente vínculos más estrechos con el supuesto, por ejemplo en virtud de una relación previa entre las partes, no se compadecería con la función supraindividual que debe desempeñar la responsabilidad⁶⁶⁷. La aplicación de la ley del país con el que se presenten los vínculos más estrechos debe establecerse únicamente como cláusula de cierre, *i.e.* para aquellos casos en los que los criterios de conexión no sirvan para determinar la ley aplicable, y limitarse a uno de los mercados afectados.

13. Por lo que hace a la autonomía de la voluntad, podría resultar aconsejable aclarar que la posibilidad de elección de ley aplicable queda limitada al momento posterior al hecho generador del daño. No obstante, podría hacerse la crítica de que la inclusión no aporta nada, pues lo cierto es que en materia de responsabilidad derivada del folleto no resulta posible una elección de ley *ex ante* por los motivos que ya hemos señalado. Por el contrario, la posibilidad de elección *ex post*, aunque carece de gran utilidad, debe mantenerse pues no afecta a la función de *deterrence* de la responsabilidad⁶⁶⁸.

14. Por último, cabe plantearse la necesidad de introducir un nuevo considerando en un sentido similar al considerando 21 relativo a la ley aplicable en materia de competencia. Se podría aclarar en él que el mercado donde se comercializan los valores supone una concreción del lugar de producción del daño en estos supuestos y que debe considerarse que el hecho generador del daño lo constituye la publicación del folleto, que se produce en el Estado miembro de origen tal y como se define en la Directiva 2003/71/CE. Esta aclaración tendría la virtud de prevenir problemas de ajuste en relación con las normas de competencia judicial del Reglamento Bruselas I, que hace referencia, de acuerdo con la interpretación hecha por el TJUE, al lugar donde se produce el hecho generador

666. Vid. DICKINSON, A., *The Rome II...*, *cit.*, p.398, haciendo esta consideración en relación con el art. 6 del Reglamento Roma II.

667. Estas consideraciones que hacemos son paralelas a las que llevaron al legislador a excluir previsiones similares a las de los arts. 4.2 y 4.3 en relación con el Derecho de la competencia. Vid. en este sentido DICKINSON, A., *The Rome II...*, *cit.*, p.398.

668. En Derecho de la competencia, la opción de elección de ley aplicable *ex post* no existe, lo que se justifica por el peso de la función supraindividual de la responsabilidad en estos casos. Sin embargo, por motivos similares a los que esgrimimos nosotros en relación a la responsabilidad derivada del folleto, parte de la doctrina aboga por permitir esta elección de ley en tales casos. Vid. *inter alia* FITCHEN, J., "Choice of law...", *cit.*, p. 346.

del daño y el lugar de producción del daño⁶⁶⁹. Sin embargo, desde el punto de vista de la prevención de los problemas de ajuste, la necesidad no parece demasiado acuciante, pues ya existe un deber de realizar una interpretación coherente de los textos recogido en el considerando 7 del Reglamento. Por el contrario, sí que respalda su introducción la oportunidad de aclarar cuál es el lugar del hecho que genera el daño a efectos de la aplicación del artículo 17.

III. PROPUESTA DEL *DEUTSCHEN RAT FÜR IPR*

15. Como adelantábamos, la Subcomisión de Derecho del Mercado de Valores del *Deutschen Rat für IPR* ha elaborado recientemente una propuesta de norma de conflicto para actos ilícitos en los mercados de valores. Está numerada provisionalmente como artículo 6a por estar inspirada en la norma en materia de competencia desleal y restricciones de la competencia del artículo 6, con la que sin embargo presenta alguna diferencia significativa⁶⁷⁰. A continuación nos referiremos a las soluciones contenidas en la Propuesta para valorar en qué medida dan respuesta a los problemas que se plantean en el caso de la responsabilidad derivada del folleto.

16. El criterio de conexión principal que establece la Propuesta es el mercado regulado donde estén admitidos los instrumentos financieros. Caso de haber varios, se estará al lugar donde se haya adquirido el instrumento financiero en cuestión. En los supuestos de negociación de los instrumentos fuera de un mercado regulado la solución será la misma, *i.e.* aplicación de la ley del lugar de adquisición, a no ser que el resultado al que ello lleve sea imprevisible para la persona cuya responsabilidad se alega (6a. 1)⁶⁷¹.

En el caso de la responsabilidad derivada del folleto, hemos puesto

669. DICKINSON, A., *The Rome II...*, cit., p. 398-399, señala este riesgo de desajuste con el Reglamento Bruselas I en el caso de las normas en materia de competencia desleal y restricciones de la competencia.

670. Vid. el comentario elaborado por el propio ponente de la Propuesta en LEHMAN, M., en "Vorschlag für eine Reform der Rom II-Verordnung im Bereich der Finanzmarktdelikte", *IPRAX*, Hefte 5, 2012, pp. 399-405, y en LEHMANN, M., "Proposition...", cit., pp. 485-519.

671. La referencia a la admisión en un "mercado regulado" podría plantear problemas en la medida en que se trata de un concepto utilizado en la normativa de la UE, en particular en la Directiva MIFID, mientras que el ámbito de aplicación del Reglamento es universal y puede referirse al mercado situado en cualquier país del mundo. Sin embargo, el ponente de la Propuesta aclara que precisamente por este motivo hay que hacer una interpretación funcional del concepto. Vid. LEHMANN, M., "Proposition...", cit., p. 510.

“en pie de igualdad” como criterios de conexión el mercado en el que se ofrecen los valores –el *target market*– y el mercado en el que se solicita la admisión a negociación. Por el contrario, la Propuesta alemana parte del mercado en el que los instrumentos estén admitidos. Sin embargo, la referencia a la ley del lugar de adquisición del instrumento cuando no estén admitidos a negociación en un mercado regulado, siempre que tal ley sea previsible, es suficiente para permitir la aplicación de la ley del *target markt* donde haya adquirido el inversor en los supuestos en los que en ese Estado no haya habido admisión posterior. No exige forzar la interpretación entender que tal ley es previsible por la persona cuya responsabilidad se alega, en tanto que se trata de uno de los países a los que este se ha dirigido con el fin de lograr financiación. Por lo demás, la regla del artículo 6a. 1 coincide con la propuesta que hemos hecho en el apartado anterior⁶⁷².

17. Para los casos que no puedan subsumirse en la regla del apartado 1 del artículo 6a, por cuanto la ley aplicable no sea previsible para el sujeto cuya responsabilidad se alega, se prevé una cláusula de cierre en el apartado 3. De acuerdo con esta es de aplicación la ley del país con el que la obligación extracontractual presente los vínculos más estrechos.

Esta solución coincide plenamente con la que proponíamos, si entendemos, como decíamos que parece razonable, que los supuestos en que la ley no es previsible para la persona cuya responsabilidad se alega coinciden con los supuestos de adquisición de los valores objeto de la oferta en un mercado diferente de los mercados afectados. En esos casos es necesaria una cláusula de cierre como la que figura también en la Propuesta alemana, si bien nosotros hemos ido más allá al sugerir que esos vínculos más estrechos sólo se dan con los países cuyos mercados se han visto afectados, en particular con aquel donde se haya compensado y liquidado la operación.

18. El *Deutschen Rat für IPR*, a diferencia de lo que hemos señalado en nuestro estudio, ha entendido que procede introducir una cláusula de escape para aquellos supuestos en los que el hecho dañoso presente vínculos manifiestamente más estrechos con un país diferente de aquel identificado en el artículo 6a.1. Se sugiere en el nuevo considerando 20a que estos vínculos más estrechos podrían existir con el Estado de origen del emisor. Aunque al menos en el caso de la responsabilidad del folleto, según hemos señalado, no parece conveniente permitir esa “desviación” respecto de la ley de los mercados afectados, entendemos que su inclu-

672. Otra diferencia en la formulación de la Propuesta del *Deutschen Rat* y la nuestra es la referencia a instrumentos financieros en lugar de a valores negociables. Ello se explica por el ámbito de aplicación material más amplio de la Propuesta alemana, que va más allá de los valores negociables que son el objeto de las ofertas públicas y se refiere a una categoría más amplia –instrumentos financieros–.

sión no debería causar grandes problemas, habida cuenta de que resulta difícil pensar que un juez vaya a interpretar que existe una vinculación manifiestamente más estrecha con otro país por existir una relación previa entre las partes o incluso en relación con el Estado de origen del emisor cuando no sea un mercado afectado, lo que además será bastante inhabitual.

19. En el apartado 4 se prevé una regla similar a la que proponíamos, en consonancia con la que se contiene en la redacción actual del Reglamento en materia de competencia. En el caso de los actos ilícitos en los mercados de valores, esta regla tiene la función fundamental de permitir el ejercicio de acciones colectivas, aunque también, en línea con el fundamento del actual artículo 6.3 b) del Reglamento, actúe como incentivo para el cumplimiento de la normativa regulatoria. La única crítica que cabe hacerle a la regla de la Propuesta alemana es que se refiere a casos en que se presenta la demanda ante “el tribunal del domicilio del demandado”, cuando en los supuestos de responsabilidad derivada del folleto los demandados serán, por regla general, una pluralidad. Aunque el problema no es grave, quizás sustituir la expresión por “el tribunal del domicilio de uno de los demandados” podría resultar más claro en un contexto en el que será habitual que se demande a uno de los sujetos *ex* artículo 2 del Reglamento Bruselas I y se atraiga al foro a los demás responsables *ex* artículo 6.1 de la misma norma o de las normas de competencia nacionales. A diferencia de lo que ocurre con el artículo 6.3 b), que establece que solo cabe en estos casos optar por basar la demanda en la legislación del foro “si la restricción de la competencia en que se basa la demanda contra cada uno de los demandados afecta también de manera directa y esencial al mercado del Estado miembro de ese tribunal”, una aclaración similar en nuestro caso es innecesaria porque existe un único acto ilícito –publicación de un folleto engañoso– que tiene efectos en varios mercados y en el que la contribución de los sujetos es siempre la misma. Adicionalmente podría añadirse una mención al tribunal del lugar donde se haya producido el hecho generador del daño, pues tal tribunal también es competente para conocer la totalidad del daño causado por la publicación de folleto engañoso.

20. Por lo que hace a la autonomía de la voluntad, se introduce un apartado 6 en que se establece que la ley aplicable de conformidad con los apartados anteriores puede ser derogada mediante acuerdo posterior, como sugeríamos que cabría hacer en relación a la responsabilidad derivada del folleto⁶⁷³.

673. En este punto se aprecia una de las diferencias más significativas con la regla en materia de Derecho de la competencia del art. 6. *Vid. supra* núm. 122 sobre la interpretación que hacíamos de la norma de *lege lata* y la justificación de la solución.

21. Hemos dejado para el último lugar el apartado 5 de la Propuesta que establece una remisión a los artículos 4 y 14 cuando el ilícito afecte exclusivamente a los intereses de un sujeto en particular. Esta regla es paralela a la previsión que realiza el artículo 6.2 en materia de competencia desleal. Es difícilmente pensable que vaya a existir en el ámbito extracontractual un acto ilícito en el mercado de valores que afecte a los intereses de un sujeto en particular, pero desde luego seguro que en el caso de las OPVs, en el que por definición hay un número elevado de inversores afectados, no tendrá utilidad alguna. Más bien serán, en su caso, supuestos en que haya una relación contractual entre las partes, por ejemplo entre un inversor y su intermediario, de forma que, probablemente, de no tratarse de una obligación contractual, se enmarcaría en todo caso en el artículo 12 del Reglamento relativo a la *culpa in contrahendo*.

22. El *Deutschen Rat* propone asimismo la inclusión de un nuevo considerando 20a, en el que se hace referencia a la norma de conflicto específica para los supuestos de ilícitos en el mercado de valores y a los objetivos que la norma persigue e incorpora una referencia a la cláusula de escape. Asimismo, se propone la modificación del considerando 34, que hace referencia a la posibilidad de toma en consideración de las normas de seguridad y comportamiento *ex* artículo 17. En la redacción actual del considerando se establece que se pueden tomar en consideración las normas de seguridad y conducta en vigor “en el país en el cual el acto perjudicial se produjo”, cuando el artículo 17 hace referencia “al hecho que da lugar a la responsabilidad”. El nuevo tenor del considerando 34 se refiere a la posible falta de coincidencia entre el lugar donde se comete el acto y el lugar donde se produce el hecho generador del daño, cuestión que nosotros ya hemos mencionado. En el caso de la responsabilidad derivada del folleto hemos entendido que el lugar donde se produce el hecho generador es el Estado miembro de origen, mientras que el acto se produce –la elaboración del folleto–allá donde tenga el domicilio social el emisor, que generalmente coincide con el Estado miembro de origen aunque no es necesariamente así. A nuestro modo de ver, los problemas de interpretación no se planteaban en ese punto, pues es claro, de acuerdo con el tenor del artículo 17, que en caso de discrepancia el lugar donde se produce el hecho generador del daño debe primar. Más bien el problema se presenta con la localización de este lugar y en este sentido la aclaración que se propone quizás no sea la más adecuada para los supuestos de responsabilidad derivada del folleto, pues dice que puede tratarse de “... por ejemplo, el lugar donde cierta información debió proporcionarse o la localización del mercado al que el acto o la información afecta”.

23. En definitiva, el *Deutschen Rat für IPR* propone una norma de conflicto con un ámbito de aplicación material bastante ambicioso, que

engloba cualquier ilícito que se produzca en el mercado de valores, que responde en líneas generales de una manera adecuada a los problemas que se plantean en el ámbito concreto de las OPVs transfronterizas, a cuyo estudio hemos dedicado este trabajo de investigación.

CONCLUSIONES

PRIMERA. En el EEE se ha producido un giro en la técnica de reglamentación en materia de normas regulatorias en OPVs transfronterizas: se ha pasado de una reglamentación unilateral a la aplicación del principio del Estado miembro de origen.

Tradicionalmente los Estados decidían de forma unilateral la aplicación de su régimen del folleto cuando una OPV se dirigía a sus mercados. Con ello se garantizaba el cumplimiento de los objetivos de política legislativa que persigue la legislación: protección del mercado nacional y de los inversores que concurren a él. En las OPVs multinacionales, los emisores se veían obligados a elaborar y someter a aprobación tantos folletos como mercados nacionales a los que se dirigieran.

En la actualidad existe un sistema de reconocimiento mutuo de autorizaciones para lanzar la oferta –pasaporte del folleto–: la aprobación de un único folleto en el Estado miembro de origen conforme a su normativa permite el lanzamiento de la oferta en los demás Estados parte. El Estado miembro de origen es, como regla general, el Estado miembro del domicilio social del emisor. En el nuevo contexto regulatorio se disocia el mercado afectado por la oferta –aquel al que se dirija– y las normas regulatorias aplicadas –las del Estado miembro de origen–. Sin embargo, aunque el Estado que ve afectado su mercado nacional ya no vaya a aplicar sus normas regulatorias, el cumplimiento de sus objetivos de política legislativa, que no han variado, no se ve afectado: la armonización de la normativa en materia de folletos que ha exigido la puesta en marcha del sistema del pasaporte es de tal envergadura, que resulta irrelevante que se aplique el régimen del folleto del Estado a cuyo mercado se dirige la oferta o el del Estado miembro de origen.

SEGUNDA. En la UE no se sigue un modelo normativo de conexión accesoria: las normas de responsabilidad civil no quedan “anudadas” a las normas regulatorias incumplidas. El régimen del folleto aplicable es el del Estado miembro de origen, pero esta remisión es neutra *vis à vis* las normas de conflicto: ni tiene naturaleza conflictual ni actúa como “excepción de reconocimiento mutuo”, pues la mera disparidad de los regímenes de responsabilidad civil no constituye un obstáculo a las libertades.

El modelo por el que se ha optado en la UE es un modelo de conexión autónoma, *i.e.* las normas de responsabilidad civil aplicables se determinan mediante criterios de conexión independientes de aquellos de las normas regulatorias. Por tanto, el régimen de responsabilidad civil no necesariamente coincide con las normas regulatorias aplicadas y de cuya vulneración, en su caso, deriva la responsabilidad. Este resultado es coherente con las soluciones adoptadas en el panorama comparado.

A pesar de la especial vinculación entre el régimen de responsabilidad civil y las normas regulatorias vulneradas, no es un objetivo deseable la introducción de una conexión accesoria. Al menos en el corto plazo, mientras las normas de responsabilidad civil no se armonicen suficientemente. En la situación actual, un cambio en el modelo normativo no garantizaría una política preventiva adecuada y la competencia entre ordenamientos podría conducir a una *race to the bottom*.

TERCERA. La delimitación entre los ámbitos de aplicación material de los dos textos potencialmente aplicables a la determinación de la ley que rige la responsabilidad derivada del folleto –Reglamento Roma I y Roma II– se hace en atención a las categorías “obligaciones contractuales” y “obligaciones extracontractuales”. Las obligaciones contractuales en el DIPr de la UE se definen como aquellas que surgen de la violación de deberes de conducta cualificados por una relación entre las partes. Con independencia de la fuente, legal o convencional de estos y, así, con independencia de la existencia de un contrato entre el demandante y el demandado. El deber de información cuya violación genera, en su caso, el daño y la responsabilidad derivada del folleto no “se debe” a la contraparte contractual sino que “se debe” al mercado por motivos de interés general. Por tanto, no se puede entender que tenga naturaleza contractual.

Habida cuenta de que las obligaciones extracontractuales en este ámbito se definen, en principio, por exclusión, si las obligaciones que surgen no tienen naturaleza contractual la tendrán delictual. En consecuencia, el Reglamento Roma II es de aplicación. Por los mismos motivos que nos han llevado a descartar la aplicación del Reglamento Roma I, hemos asimismo descartado la aplicación de la norma de conflicto en materia de *culpa in contrahendo* establecida en el Reglamento Roma II.

CUARTA. La ley aplicable a la responsabilidad civil es la *lex loci damni* ex artículo 4.1 del Reglamento Roma II. La mejor interpretación de la regla *lex loci damni* en supuestos de responsabilidad derivada del folleto está “a caballo” entre la regla en materia de ilícitos concurrenciales del artículo 6 y la regla de productos defectuosos del artículo 5. La ley aplicable es la ley de cada Estado en cuyo mercado se hayan comercializado los valores.

El bien jurídicamente protegido es, como ocurre en el caso de los ilícitos concurrenciales contemplados en el artículo 6, el mercado. Los objetivos de política legislativa que se persiguen en supuestos de responsabilidad derivada del folleto son similares a los que la responsabilidad en materia de competencia trata de alcanzar. La responsabilidad derivada del folleto se genera cuando, de la violación del deber de información, se deriva un daño. La función esencial de la información es la protección del mecanismo de formación de precios. La protección del inversor se garantiza de forma mediata a través de estos. De acuerdo con nuestro sistema de transparencia informativa, la información se proporciona a través de un folleto que se somete a una aprobación en la que no se contrasta la veracidad de los datos contenidos en él. Para que este sistema funcione, es necesario que se aplique el régimen de responsabilidad civil. La función de *enforcement* de la normativa regulatoria, que está primeramente al servicio de la protección del mercado es, pues, esencial. Por ello, el bien jurídicamente protegido por la normativa es el mercado y el daño relevante a efectos conflictuales es el daño institucional, esto es, el daño al mecanismo de formación de precios en el mercado.

En la concreción del criterio de conexión, *i.e.* en la concreción del mercado que padece el daño – el mercado afectado –, se sigue una lógica similar a la de la regla especial en materia de productos defectuosos del artículo 5. Se trata de aquel mercado en el que se comercializan los valores –donde se dirige la oferta o donde se solicita la admisión a negociación en un mercado regulado–. Cuando se solicita la admisión a negociación en un mercado regulado su identificación no plantea mayor dificultad. Cuando se trata del mercado primario, son de utilidad los criterios utilizados para la determinación del lugar de comercialización en materia de productos defectuosos que, a su vez, se remite a la normativa de consumo del DIPr de la UE. Procede para su identificación atender al lugar donde se hayan realizado actividades publicitarias para ofertar los valores. Un elemento relevante a tener en cuenta para determinar si la actividad se está dirigiendo a determinado mercado es la residencia habitual de los inversores destinatarios.

En las OPVs multinacionales, en las que los valores se comercializan en una pluralidad de mercados nacionales, se aplica distributivamente la ley de cada uno de ellos. El criterio de conexión adicional que permite

determinar cuál de esas leyes es aplicable en el caso concreto es el lugar donde el inversor haya adquirido los valores.

El sistema se cierra con la cláusula de los vínculos más estrechos ex artículo 4.3 Esta permite, en los supuestos en los que el inversor haya adquirido fuera de alguno de los Estados cuyo mercado se haya visto afectado, aplicar la ley del mercado afectado con el que se presenten los vínculos más estrechos.

QUINTA. El modelo se completa con la posibilidad de tomar en consideración las normas de seguridad y comportamiento del Estado miembro de origen para valorar la conducta de la persona cuya responsabilidad se alega. De esta manera se “lidia” con el nuevo contexto regulatorio en el que el régimen del folleto aplicable –por regla general el del domicilio social del emisor– se disocia del mercado afectado por la oferta, cuando es el régimen de responsabilidad de este último el aplicable a la responsabilidad derivada del folleto. Sin embargo, cuando, como será lo habitual, los potenciales responsables puedan prever la ley de aplicación y adaptar su comportamiento a sus estándares, su papel debe ser menor.

SEXTA. La falta de acuerdo entre la doctrina y la ausencia de jurisprudencia en relación con la interpretación de la regla *lex loc damni* en supuestos de responsabilidad derivada del folleto genera una fuerte inseguridad jurídica y hace conveniente la elaboración de una norma de conflicto *ad hoc*.

Nuestra propuesta toma como referencia el artículo 6 en materia de ilícitos concurrenciales y el artículo 5 en materia de productos defectuosos. Se propone concretar el lugar de producción del daño en el mercado donde el oferente haya comercializado los valores –el mercado afectado–.

Cuando haya más de un mercado afectado, se propone como criterio auxiliar el lugar de adquisición de los valores: de todos los mercados afectados se aplica la ley de aquel en que haya adquirido el inversor.

El sistema se cierra con una cláusula de vínculos más estrechos que queda limitada a los mercados que se han visto afectados.

Cuando la demanda se plantee ante el domicilio de alguno de los demandados o en el Estado miembro de origen, como lugar de producción del hecho generador del daño, y tal Estado sea uno de aquellos en los que se han comercializado los valores, debe permitirse la aplicación frente a todos los inversores, con independencia del mercado de adquisición, de la ley del foro.

CONCLUSIONS

FIRST. Within the EEA, the regulatory technique apropos public law rules in cross-border public offerings has changed, from unilateral regulation to the application of the Member State of origin principle.

Traditionally, the States decided unilaterally the application of their prospectus regulation whenever a public offering was addressed to their markets. This guaranteed the accomplishment of legislation's policy objectives: the protection of the national market and of the investors that take part in it. In multinational public offerings, issuers were forced to prepare and submit for approval as many prospectuses as national markets their offering was addressed to.

We now have a system of mutual recognition of authorisations to launch an offer –the prospectus' passport–: approval of one single prospectus in the Member State of origin in accordance with its rules makes it possible to launch an offering in the remaining Member States. The Member State of origin is, as a general rule, the Member State of the issuer's registered domicile. In the new regulatory context, the market affected by the offering –the market to which the that offering is addressed– is dissociated from the regulatory framework applied –that of the Member State of origin–. However, even if the State whose national market is affected does not apply its regulatory framework, the accomplishment of that State's policy objectives, which remain unaltered, is not affected: the degree of harmonisation of prospectus regulation required to put in place the passport regime is so high that it becomes irrelevant what prospectus regulation is applied –that of the Member State of origin or that of the Member State whose market is the addressee of the offering–.

SECOND. The EU does not follow a normative model of accessory connection: civil liability rules are not “tied” to the breached public law rules. The applicable prospectus regime is the Member State of origin’s but this reference is neutral vis-à-vis conflict rules: it has no private international law nature and neither does it act as “exception to mutual recognition”, the reason being that the mere difference between civil liability regimes is not an obstacle for the freedoms.

The model chosen by the EU is a model of autonomous connection, *i.e.* civil liability applicable rules are determined by connection criteria which are independent from those of public law rules. As a consequence, the civil liability regime does not necessarily coincide with the applied public law rules whose breach eventually generates liability. From a comparative law perspective, this result is consistent with the solutions adopted elsewhere.

In spite of the profound link between the civil liability regime and the breached public law rules, including an accessory connection model is not advisable, at least in the short term, until civil liability rules are sufficiently harmonised. In the current situation, a change in the normative model would not guarantee an adequate preventive policy and competition among different jurisdictions might result in a race to the bottom.

THIRD. The demarcation of the scope of substantive application of the two texts potentially applicable to the determination of the law that governs prospectus liability –Rome I and Rome II Regulations– is based upon the categories “contractual” and “non-contractual” obligation. In EU private international law, contractual obligations are defined as those that arise from the violation of behavioural duties qualified by a relationship among the parties; independently from the origin, legal or conventional, of such duties, and irrespective of whether or not there is a contract between the plaintiff and the defendant. The duty to inform which –in the event of a breach– activates prospectus liability is not owed to the counterparty but to the market, for reasons connected to the general interest. As a result, this duty does not have contractual nature.

Considering that in principle in this area non-contractual obligations are defined negatively (*i.e.* those that do not fit in the definition of “contractual”), if the obligations that arise do not have contractual nature they must have non-contractual nature. The same reasons that lead us to the conclusion that the application of Rome I must be rejected, rule out the possibility of applying Rome II’s conflict rule for *culpa in contrahendo*.

FOURTH. *Ex art. 4.1. Rome II Regulation*, the law applicable to civil liability is the *lex loci damni*. The best interpretation of the *lex loci damni* rule

in cases of prospectus liability lies somewhere in between the rule applicable to unfair competition and acts restricting free competition of article 6, and the rule applicable to product liability of article 5. The applicable law is the law of each State in whose market securities have been marketed.

As with the anti-competitive acts regulated in article 6, the subject of legal protection is the market. The policy goals pursued in cases of prospectus liability are similar to the goals that competition law rules on liability try to accomplish. Prospectus liability is triggered when the breach of an information duty causes damages. The essential function performed by information is the protection of the mechanism of price formation. Investor protection is guaranteed indirectly through this mechanism. According to our system of informative transparency, information is provided by means of a prospectus submitted to an approval process, in which the truthfulness of the data contained in the prospectus is not verified. A system of civil liability is required in order for this regime to work. The enforcement dimension of public law regulation, which serves primarily to protect the market, is therefore essential. Thus, the subject of protection of regulation is the market and the relevant damages for conflict purposes are the institutional damages, that is, the damages caused to the mechanism of price formation in the market.

When specifying the connection criterion, *i.e.* the market that suffers damages –the affected market–, we follow a logic which is similar to the one of the special rule for product liability of article 5: the market in which securities are marketed –where the offering is addressed to or where admission for trading in a regulated market is requested–. When admission for trading in a regulated market is requested, identifying that market is an easy task. When dealing with a primary market, the criteria used to determine the place of marketing of defective products –which in turn send us to the EU private international law relating to consumer regulation– are useful. For identification purposes we must look at the place where advertising activities to offer securities were carried out. A relevant element to consider in order to determine if the activity is being addressed to a particular market is the habitual residence of the addressee investors.

In multinational public offerings, in which securities are marketed in a plurality of national markets, the law of each of those national markets is applied distributively. The additional connection criterion that makes it possible to determine which of those laws is applicable in each particular case is the place where the investor has acquired the securities.

The system is closed by a clause of closer connection *ex art. 4.3*. The latter makes it possible to apply the law of the more closely connected affected market in cases where the investor acquired outside any of the States whose markets have been affected.

FIFTH. The model is completed with the possibility of considering the rules of safety and security of the Member State of origin, in order to evaluate the conduct of the person whose liability is alleged. In this way, the new regulatory context is dealt with. In it, the applicable prospectus regime –generally, the one of the issuer’s registered domicile– is dissociated from the market affected by the offering, when the liability regime established in this last state is applicable to prospectus liability. However, when potentially liable persons can anticipate the applicable law and adapt their behaviour to its standards (this will be the more frequent situation), the role of the rules of safety and security of the Member State of origin will be more limited.

SIXTH. The absence of consensus among scholars and the lack of case law in relation to the interpretation of the *lex loci damni* rule in cases of prospectus liability generates a strong uncertainty and argues in favour of the elaboration of an *ad hoc* conflict rule.

Our proposal has a double starting point: article 6 apropos illicit anti-competitive acts and article 5 apropos product liability. The idea is to locate the place where damages were produced in the market where the offeror has marketed the securities –the affected market–.

Whenever there is more than one affected market, we propose the place of acquisition of the securities as an auxiliary criterion: of all affected markets, the law of the market in which the investor has acquired is applied.

The system is closed with a closer connection clause which is limited to the affected markets.

When a claim is brought before the courts of any of the defendants’ domicile or the Member State of origin, as place of the event giving rise to the damage, and that State is one of those in which securities have been marketed, it must be possible to apply the *lex fori* against all investors, irrespective of the market where they acquired the securities.

ANEXO

Resolución del Consejo alemán de Derecho internacional privado, Segunda Comisión, Subcomisión de Derecho del Mercado de Valores⁶⁷⁴

La Subcomisión*, que se reunió el 30 y 31 Marzo 2012 en Würzburg, adoptó la siguiente resolución**:

En opinión de la Subcomisión las soluciones actuales que prevé el Reglamento Roma II para la determinación de la ley aplicable a los ilícitos en el mercado de valores son inadecuadas y son necesarias nuevas reglas. Estas nuevas reglas deben de partir de la conexión con el mercado. Se propone la adopción de un Artículo 6 a con el siguiente tenor:

“Artículo 6a, Reglamento Roma II: ilícitos en el mercado de valores (nuevo)

(1) La ley aplicable a las obligaciones extracontractuales que derivan de un ilícito en el mercado de valores es la ley del país en el que el instrumento financiero afectado esté admitido a negociación en un mercado regulado. En caso de cotización múltiple, la ley aplicable será la del país donde el instrumento financiero se haya adquirido o enajenado. Lo mismo será de aplicación en caso de negociación fuera de un mercado regulado salvo que la persona cuya responsabilidad se reclama no pudiera razonablemente prever la aplicación de tal ley.

(2) Si del conjunto de las circunstancias se desprende que el hecho dañoso presenta vínculos manifiestamente más estrechos

674. Traducción de la autora. Se puede encontrar la versión original en alemán a continuación y traducciones realizadas por el propio ponente LEHMAN, M. en la *Rev crit DIP* pp. 679-681 al francés y en *IPRax* pp. 471-472 al inglés.

*Los miembros de la Subcomisión fueron: Prof. Dr. Sabine Corneloup, Prof. Dr. Dorothee Einsele, Prof. Dr. Jan von Hein, Prof. Dr. Matthias Lehmann, Prof. Dr. Stephan Leible und Prof. Dr. Dres. h.c. Hans-Jürgen Sonnenberger (chairman).

** Las actas de la reunión no han sido publicadas.

con otro país distinto del indicado en el apartado 1, se aplicará la ley de este otro país.

(3) Cuando la ley aplicable no pueda determinarse con arreglo al apartado 1, la obligación extracontractual se regirá por la ley del país con el que presente los vínculos más estrechos.

(4) Cuando el acto ilícito afecte a mercados en más de un país, la persona que reclama la indemnización por el daño y que presenta la demanda ante el tribunal del domicilio del demandado puede optar por basar la demanda en la legislación del foro, siempre que el instrumento financiero haya sido admitido a negociación en un mercado regulado de ese Estado miembro o haya sido ofrecido al público en este.

(5) Cuando un acto ilícito en el mercado de valores afecte exclusivamente a los intereses de un sujeto en particular, se aplicarán los artículos 4 y 14.

(6) La ley aplicable con arreglo a los apartados 1 a 4 solo podrá ser derogada mediante acuerdo posterior al hecho generador del daño”.

La Subcomisión propone asimismo la creación de un nuevo Considerando nº 20 a con el siguiente tenor:

“Considerando 20 a (nuevo):

El objetivo de una norma de conflicto para actos ilícitos cometidos en el mercado de valores es asegurar la protección de los inversores, el funcionamiento de los mercados de valores y la previsibilidad en la determinación de la ley aplicable. En el caso de negociación en un mercado regulado, esto se garantiza con la aplicación de la ley del país en cuyo mercado el instrumento haya sido admitido a negociación. No obstante, este criterio de conexión no proporciona una respuesta suficiente si los instrumentos han sido admitidos a negociación en varios mercados o se han negociado fuera de mercados regulados. En ese caso, la ley del país en el que el instrumento se haya adquirido o enajenado debería ser aplicable. La “cláusula de escape” del apartado 2 del Artículo 6 a debería aplicarse, inter alia, si los hechos del caso presentan vínculos más estrechos con el Estado de origen del emisor. Tal podría ser el caso, por ejemplo, en relación con la responsabilidad derivada de una calificación errónea del emisor”.

La Subcomisión es partidaria de dejar el Artículo 17 del Reglamento Roma II tal y como está. Sin embargo, el Considerando nº 34 debería ser modificado. La nueva redacción sería la siguiente:

“Considerando 34 (modificado):

Para obtener un equilibrio razonable entre las partes deben

tenerse en cuenta, en la medida de lo posible, las normas de seguridad y comportamiento vigentes en el país en el cual el acto perjudicial se produjo, incluso cuando la obligación extracontractual esté regulada por la ley de otro país. Los términos “normas de seguridad y comportamiento” deben interpretarse como referidos a todas las normas relacionadas de algún modo con la seguridad y el comportamiento, incluyendo, por ejemplo, las normas de seguridad vial en caso de accidente o las normas del mercado de valores en caso de actos ilícitos en los mercados de valores. Para la determinación del lugar donde se ha producido el hecho generador del daño, ha de tenerse en cuenta que este no ha de coincidir necesariamente con el lugar donde el acto se cometió sino que puede tratarse de otro lugar como, por ejemplo, el lugar donde cierta información debió proporcionarse o la localización del mercado al que el acto o la información afecta”.

La Subcomisión considera necesario discutir nuevamente en detalle si una disposición comparable al Artículo 17 del Reglamento Roma II debe incluirse en el Reglamento Roma I, tomando en consideración las cuestiones adicionales que surgen en el ámbito del Derecho de los contratos.

Beschluss der Unterkommission „Finanzmarktrecht“ der Zweiten Unterkommission des Deutschen Rats für Internationales Privatrecht

Die Unterkommission*, die am 30. und 31. März 2012 in Würzburg getagt hat, hat am Ende der Beratungen folgenden Beschluss** gefasst:

Die Unterkommission hält die bisherigen Lösungen zur Anknüpfung der Finanzmarktdelikte nach der Rom II-Verordnung für unzureichend und eine Neuregelung für erforderlich. Die neue Vorschrift muss von einer Anknüpfung an den Markttort ausgehen. Vorgeschlagen wird die Aufnahme eines Artikels 6a Rom II-Verordnung mit dem folgenden Wortlaut:

Artikel 6a Rom II-VO. Unerlaubtes Verhalten auf dem Finanzmarkt (neu)

(1) Auf außervertragliche Schuldverhältnisse aus unerlaubtem Verhalten auf dem Finanzmarkt ist das Recht des Staates anzuwenden, in dem das betreffende Finanzinstrument zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen ist. Im Falle von Mehrfachnotierungen ist das Recht des Staates anzuwenden, in dem das Finanzinstrument erworben oder veräußert wurde. Dasselbe gilt im Falle des Handels außerhalb eines geregelten Marktes, es sei denn, dass die Person, deren Haftung geltend gemacht wird, dieses Recht vernünftigerweise nicht voraussehen konnte.

(2) Ergibt sich aus der Gesamtheit der Umstände, dass das Verhalten eine offensichtlich engere Verbindung mit einem anderen als dem in Absatz 1 bezeichneten Staat aufweist, so ist das Recht dieses anderen Staates anzuwenden.

(3) Kann das anzuwendende Recht nicht nach Absatz 1 bestimmt werden, so unterliegt das außervertragliche Schuldverhältnis dem Recht des Staates, zu dem es die engste Verbindung aufweist.

(4) Betrifft das unerlaubte Verhalten Märkte in mehr als einem Staat, so kann ein Geschädigter, der vor einem Gericht im Mitgliedstaat des Wohnsitzes des Beklagten klagt, seinen Anspruch auf das Recht des Mitgliedstaats des angerufenen Gerichts stützen, sofern das Finanzinstrument in diesem Mitgliedstaat auf einem geregelten Markt zum Handel zugelassen ist oder öffentlich angeboten wird.

(5) Beeinträchtigt ein unerlaubtes Verhalten auf dem

* Mitglieder der Unterkommission waren: Prof. Dr. Sabine Corneloup, Prof. Dr. Dorothee Einsele, Prof. Dr. Jan von Hein, Prof. Dr. Matthias Lehmann, Prof. Dr. Stephan Leible und Prof. Dr. Dres. h.c. Hans-Jürgen Sonnenberger (Vorsitzender).

** Das Protokoll der Sitzung ist nicht veröffentlicht.

Finanzmarkt ausschließlich die Interessen einer bestimmten Person, sind Artikel 4 und 14 anwendbar.

(6) Von dem nach Absatz 1 bis 4 anzuwendenden Recht kann nur durch eine Vereinbarung nach Eintritt des schadensbegründenden Ereignisses abgewichen werden“

Vorgeschlagen wird ferner die Schaffung eines Erwägungsgrunds 20a Rom II-Verordnung mit folgendem Inhalt:

„Erwägungsgrund 20a (neu):

Die Kollisionsnorm für unerlaubtes Verhalten auf dem Finanzmarkt hat zum Ziel einen angemessenen Anlegerschutz, die Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte sowie die Vorhersehbarkeit des anzuwendenden Rechts sicherstellen. Beim Handel auf dem geregelten Markt einer Börse ist dies durch die Anknüpfung an den Staat der Zulassung gewährleistet. Diese allein genügt jedoch nicht, wenn das Instrument auf verschiedenen Märkten zugelassen ist oder außerhalb eines geregelten Marktes gehandelt wurde. In diesem Fall sollte es grundsätzlich auf das Recht des Staates ankommen, in dem das Finanzinstrument erworben oder veräußert wurde. Die „Ausweichklausel“ des Artikel 6a Absatz 2 sollte unter anderem dann angewendet werden, wenn eine engere Verbindung des Sachverhalts zum Herkunftsstaat des Emittenten besteht. Dieses kann beispielsweise bei der Haftung für ein fehlerhaftes Rating des Emittenten der Fall sein.“

Die Unterkommission spricht sich dafür aus, Artikel 17 Rom II-Verordnung nicht zu ändern. Abweichend zu fassen ist aber Erwägungsgrund 34 Rom II-Verordnung. Dieser soll folgenden Wortlaut haben:

„Erwägungsgrund 34 (geändert):

Zur Wahrung eines angemessenen Interessenausgleichs zwischen den Parteien müssen, soweit dies angemessen ist, die Sicherheits- und Verhaltensregeln des Staates, in dem das haftungsbegründende Ereignis stattfand, selbst dann beachtet werden, wenn auf das außervertragliche Schuldverhältnis das Recht eines anderen Staates anzuwenden ist. Der Begriff „Sicherheits- und Verhaltensregeln“ ist in dem Sinne auszulegen, dass er sich auf alle Vorschriften bezieht, die in Zusammenhang mit Sicherheit und Verhalten stehen, wie beispielsweise die Regeln über die Straßenverkehrssicherheit im Falle eines Unfalls oder die Finanzmarktregulierung im Falle unerlaubten Verhaltens am Finanzmarkt. Bei der Bestimmung des Orts des haftungsbegründenden Ereignisses ist zu berücksichtigen, dass dieser nicht notwendig mit dem der Ort der Handlung übereinstimmen muss, sondern auch an

anderen Orten liegen kann, zum Beispiel an dem Ort, an dem eine bestimmte Information hätte erteilt werden müssen, oder am Ort des Marktes, auf dem sich eine Handlung oder Information auswirkt.“

Die Unterkommission hält es für erforderlich, die Frage, ob in die Rom I-Verordnung eine dem Artikel 17 Rom II-Verordnung vergleichbare Vorschrift aufgenommen werden muss, unter Berücksichtigung der zusätzlichen Aspekte, die sich für das Vertragsrecht ergeben, noch einmal ausführlich zu diskutieren.

BIBLIOGRAFÍA

ADAMS, D., *Banking and capital markets*, College of Law Publishing, 2007

ALCOCK, A., "Public Offers in the UK: the new Regime", *The Company Lawyer*, Vol. 17, 1996, p. 265

ALFARO ÁGUILA-REAL, J., *Las condiciones generales de la contratación: estudio de las disposiciones generales*, 1991

- "Función económica y naturaleza jurídica de las condiciones generales de la contratación ", en MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A./DÍEZ PICAZO, L. (Dir.), *Comentarios a la Ley sobre condiciones generales de la contratación*, Civitas, 2002, pp. 75-93
- "Artículo 1. Ámbito objetivo", en MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A./DÍEZ PICAZO, L. (Dir.), *Comentarios a la Ley sobre condiciones generales de la contratación*, Civitas, pp. 97-141
- "La llamada acción individual de responsabilidad contra los administradores sociales", *RDS*, núm. 18, 2002, pp. 45-76

ALONSO UREBA, A., "Artículo 21. Edición, puesta a disposición, efectos y utilización del Folleto", en SÁNCHEZ CALERO, F. (Dir.), *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores. Comentario sistemático del RD 291/1992*, Editoriales de Derecho Reunidas SA, 1995, pp. 276-281

ÁLVAREZ GONZÁLEZ, S., "Artículo 12.1", en ALBALADEJO, M./ DÍAZ ALABART, S. (Dirs.), *Comentarios al Código Civil y Compilaciones Forales*, T. I, Vol. 2, Editoriales de Derecho Reunidas, 1995, pp. 842-880

AMORES CONRADI, M./ TORRALBA MENDIOLA, E., "XI tesis sobre el estatuto delictual", *Revista electrónica de estudios internacionales*, núm. 8, 2004, www.reei.org

ARENAS GARCÍA, R., "La distinción entre obligaciones contractuales y obligaciones extracontractuales en los instrumentos comunitarios de Derecho internacional privado", *AEDIPr*, T. VI, 2006, pp. 403-425.

- "La regulación de la responsabilidad precontractual en el Reglamento Roma II", *AEDIPr*, T. VII, 2007, pp. 315-339
- "La responsabilidad de los administradores sociales desde la perspectiva del Derecho internacional privado", en ARENAS GARCÍA, R./GÓRRIZ LÓPEZ, C./MIQUEL RODRÍGUEZ, J. (Coord.), *La internacionalización del derecho de sociedades*, Ateler, 2010, pp. 157-200

ARIF, Y., "Eingriffsnormen und öffentlich-rechtliche Genehmigungen unter der Rom II-VO", *ZfRV*, núm. 34, 2011, pp. 258-267

ARONS, T., "All roads lead to Rome': Beware of the consequences! The law applicable to prospectus liability claims under the Rome II Regulation", *Nederlands Internationaal Privaatrecht*, núm. 4, 2008, pp. 481-487

AUDIT, M., "L'interprétation autonome du droit international privé communautaire", *Journal du Droit International*, núm. 3, 2004, pp. 789-816

- "Aspect internationaux de la responsabilité des agences de notation", *Rev crit DIP*, núm. 3, 2011, pp. 581-602
- BACH, I., "Chapter I. Scope", en HUBER, P. (Ed.), *Rome II Regulation*, European Law Publishers, 2011, pp. 28-63
- "Article 4: General Rule", en HUBER, P. (Ed.), *Rome II Regulation*, Sellier, 2011, pp. 64-113
- Chapter IV: Freedom of Choice", en HUBER, P. (Ed.), *Rome II Regulation*, Sellier, 2011, pp. 324-342
- "Article 17: Rules of Safety and conduct", HUBERT, P. (Ed.), *Rome II Regulation*, Sellier, 2011, pp. 365-374

BARATTA, R., "The process of characterization in the EC conflict of laws: suggesting a flexible approach", *Yearbook of Private International Law*, núm. 6, 2004, pp. 155-169

BARIATTI, S., "Qualificazione e interpretazione nel diritto internazionale privato comunitario: prime riflessioni", *RDIPP*, 2006, pp. 362-376

- "The future community rules in the framework of the communitarization of private law", en MALATESTA, A. (Ed.), *The*

unification of choice of law rules on torts and other non-contractual obligations in Europe, CEDAM, 2006, pp. 5-32

BARTOS, J., *United States Securities Law. A practical Guide*, Kluwer, 2006

BASEDOW, J., "European private international law of obligations and internal market legislation –A matter of coordination", en AAVV, *Liber memorialis Petar Sarcevic*, Sellier, 2006, pp. 13-24

- "Jurisdiction and choice of law in the private enforcement of EC competition law", en BASEDOW, J. (Ed.), *Private enforcement of EC competition law*, Kluwer international, 2007, pp. 229-253

- "Conflicts of economic regulation", *The American Journal of Comparative Law*, Vol. 42, 1994, pp. 423-447

BAUM, H., "Globalizing capital markets and possible regulatory responses", en BASEDOW, J./ KONO, T., *Legal aspects of globalization*, Kluwer International Law, 2000, pp. 77-132

BENEDETELLI, M., "Corporate governance", mercati finanziari e Diritto internazionale privato", *RDIPP*, núm. 4, 1998, pp. 713-744

BERCOVITZ RODRIGUEZ-CANO, R., *Manual de Derecho Civil*, Bercal, 2006

- "Artículo 3", en BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, R. (Coord.), *Comentario del Texto Refundido de la Ley de Consumidores y Usuarios y otras Leyes complementarias*, Thomson, 2009, pp. 86-99

- BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, R., "Artículo 2", en BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, R. (Coord.), *Comentario del Texto Refundido de la Ley de Consumidores y Usuarios y otras Leyes complementarias*, Thomson, 2009, pp. 80-86

- "Artículo 1. Ámbito objetivo", en BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, R. (Dir.) *Comentarios a la Ley de condiciones generales de la contratación*, Aranzadi, 2000, pp. 23-36

BENICKE, C., "Prospektpflicht und Prospekthaftung bei grenzüberschreitenden Emissionen", en AAVV, *Festschrift für Erik James*, Sellier, 2004, pp. 25-37

BERTOLI, P., "La definizione dell'ambito di applicazione del Regolamento Roma I: criteri generali e responsabilità precontrattuale", BOSCHIERO, N. (Dir.), *La nuova disciplina comunitaria della legge applicabile ai contratti*

(*Roma I*), G. Giappichelli Editore, 2009, pp. 227-246

BIEHLER, G., "The limits of Rome II", AHERN, J./ BINCHY, W. (Eds.), *The Rome II Regulation on the law applicable to non-contractual obligations*, Martinus Nijhoff Publishers, 2009, pp.275-288

BISCHOFF, K., "Internationale Börsenprospekthaftung", *AG*, núm. 9, 2002, pp. 489-497

BLOBEL, F., "European tort jurisdiction and pure economic loss", *The European Legal Forum*, núm. 3, 2004, pp. 187-190

BOARDMAN, N., "United Kingdom" en VAN GERVEN, D. (Ed.), *Prospectus for the Public Offering of Securities in Europe*, Cambridge, 2009

BORRÁS RODRÍGUEZ, A., "Artículo 12", en PAZ-ARES RODRÍGEZ, C./ BERCOVITZ, R./ DIEZ-PICAZO PONCE DE LEÓN, L./ SALVADOR CODERCH, P. (Dirs.), *Comentario del Código Civil*, Tomo I, Ministerio de Justicia, 1991, "Artículo 12.1", pp. 139-140

BOSCHIERO, N., "I limiti al principio d'autonomia posti dalle norme generali del Regolamento Roma I. Considerazioni sulla "conflict of law" europea in materia contrattuale", en BOSCHIERO, N. (Ed.), *La nuova disciplina comunitaria della legge applicabile ai contratti (Roma I)*, G. Giapelli Editore, 2009, pp. 67-147

BOYLE, J.A./BIRDS,J., *Boyle&Bird's Company Law*, Jordan 1995

BRIGGS, A./ REES, P., *Civil jurisdiction and judgements*, Informa, 2009

BROCKMANN, O., *Die Kurspflegeverpflichtung der Emissionskonsortium der Aktienemissionen*, Berliner Wissenschaftsvertrag, 2003

BROWN, M. *Mechanics of global equity offerings*, Kluwer Law International, 1995

BRUMMER, C., "Territoriality as a regulatory technique: notes from the financial crisis", *University of Cincinnati Law Review*, Vol. 79, 2010, pp. 101-128

BUCHER, A./ BONOMI, A., *Droit international privé*, Helbing and Lichtenhahn, 2004

BUSSANI, M./ PALMER,V., "The notion of pure economic loss and its settings", en BUSSANI, M./ PALMER,V (Ed.), *Pure economic loss in Europe*, Cambridge University Press, 2003, pp. 3-24

BUXBAUM, H., "Multinational Class Actions under Federal Securities

Law: Managing Jurisdictional Conflict", *Columbia Journal of Transnational Law*, Vol. 46, Issue 1, 2007, pp. 14-71

CACHÓN BLANCO, E., *Las ofertas públicas de venta de valores negociables*, Dykinson 1997

- *Los contratos de dirección, colocación, aseguramiento y asesoramiento de emisiones y ofertas públicas de venta de valores*, Dykinson, 1996

- *Derecho del mercado de valores*, Dykinson, 1993

CALVO CARAVACA, A.L./ CARASCOSA, *Derecho internacional privado*, Vol. II y Vol. II, Comares, 2013

CALVO CARAVACA, A.L., "La norma de conflicto del s. XXI", en AAVV, *Obra homenaje al profesor D. Julio González Campos*, Pacis Artes, UAM, T. II, 2005, pp. 1335-1374

CÁMARA LAPUENTE, S., "El concepto legal de consumidor en el Derecho privado europeo y en el Derecho español: aspectos controvertidos o no resueltos", *Cuadernos de Derecho Transnacional* (Marzo 2011), Vol. 3, núm. 1, pp. 84-117

CARBAJALES, M., *La regulación del mercado financiero. Hacia la autorregulación del Mercado de Valores*, Marcial Pons, 2006

CARBALLO PIÑEIRO, L., *Las acciones colectivas y su eficacia extraterritorial. Problemas de recepción y trasplante de las class actions en Europa*, De Conflictu Legum, 2009

- "Protección de inversores, acciones colectivas y Derecho internacional privado", *RDS*, núm. 37, 2011, pp. 207-226

CARRILLO SALCEDO, J.A., *Derecho internacional privado. Introducción a sus problemas fundamentales*, Tecnos, 1985

CARRILLO SALCEDO, J.A., *Derecho internacional privado*, Tecnos, 1983

CHOI, S./ GUZMÁN, A. T., "The dangerous extraterritoriality of american securities law", *Northwestern Journal of international & business*, núm. 17, 1996, pp. 207-241

COFFEE, J.C., "Litigation Governance: Taking Accountability Seriously", *European Corporate Governance Institute*, Law Working Paper No. 145/2010

CORBOZ, B., "Chapitre VI: Responsabilité", en TERCIER, P./AMSTUTZ,

M.(Eds.), *Commentaire Rommand. Code des obligations II*, Helbing Lichtenhan, 2003, pp. 1344-1424

CORNELOUP, S., "Roma II y el Derecho de los mercados financieros: el ejemplo de los daños causados por la violación de las obligaciones de información", *AEDIPr*, T. XI, 2011, pp. 63-87

CORRAL GARCÍA, E., *La oferta de contrato al público*, tirant lo blanch, 2002

COX, J., "Choice of law rules for international securities transactions", *University of Cincinnati Law review*, núm. 66, 1998, pp. 1179-1192

CRESPI REGHIZZI, Z. "'Contratto' e 'illecito': la qualificazione delle obbligazioni nel Diritto internazionale privato dell'Unione Europea", *Rivista di Diritto internazionale Privato e Processuale*, núm. 2, 2012, pp.317-340

CRESPO HERNÁNDEZ, A., "Delimitación entre materia contractual y extracontractual en el Convenio de Bruselas: implicaciones en orden a la determinación de la competencia judicial internacional", *Diario La Ley*, núm. 6, 1998, pp. 2178-2181

CUADRADO PÉREZ, C., *Oferta, aceptación y conclusión del contrato*, Publicaciones del Real Colegio de España, 2003

DAVIES, P., *Davies Review of Issuer Liability: Final Report*, en http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/+/http://www.hm-treasury.gov.uk/media/4/7/davies_review_finalreport_040607.pdf

DAVIES, P./ WORTHINGTON, S., *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, Thomson, 2003

DE CARLOS BERTRÁN, L., *Régimen jurídico de las ofertas públicas de suscripción y venta de valores negociables*, Civitas, 1998

DE ANGEL YAGÜEZ R., 'Comentario al artículo 1107 CC', en PAZ-ARES C./DÍEZ-PICAZO L./BERCOVITZ R./SALVADOR P. (Dir.), *Comentario del Código Civil*, Vol. II, Ministerio de Justicia, Madrid, 1993, pp. 53-62

DE MIGUEL ASENSIO, P., "Directiva sobre el comercio electrónico: determinación de la normativa aplicable a las actividades transfronterizas", *Revista de la contratación electrónica*, núm. 20, octubre 2001, pp. 3-40

DEL CAÑO PALOP, J.R., "Responsabilidad por el folleto informativo de una emisión a cargo de un no suscriptor del mismo (Sentencia del Tribunal de apelación de Milán de 2 de febrero de 1990)", *RDBB*, núm. 42, 1991, pp. 489-495

DICKINSON, A., *The Rome II Regulation*, Oxford, 2008

DÍEZ-PICAZO, L., *Fundamentos de Derecho civil patrimonial*, Vol. I, Civitas, 2007

DÍEZ PICAZO, L./GULLÓN, A., , *Instituciones de Derecho Civil*, Vol. I, Tecnos, 2012

DODGE, W., "Breaking the public law taboo", *Harvard International Law Journal*, núm. 43, 2002, pp. 161-235

EINSELE, D., "Internationales Prospekthaftungsrecht –Kollisionrechtlicher Anlegerschutz nach der Rom II-Verordnung", *ZEuP*, núm. 1, 2012, pp. 23-46

EROLI, M., *I consorzi di collocamento di valori mobiliari*, Edizione Scientifiche Italiane, 1989

ESPINAR VICENTE, J.M., *Tratado elemental de Derecho internacional privado*, Madrid, 2008

ESTEBAN VELASCO, G., "Algunas reflexiones sobre la responsabilidad de los administradores frente a los socios y terceros: acción individual y acción por no promoción o remoción de la disolución", *RDS*, núm. 5, 1995, pp. 47-78

FALLON, M., "La relación del Reglamento Roma II con otras normas de conflicto de leyes", *AEDIPr*, T. VII, 2007, pp. 187-217

FALLON, M./ MEEUSEN, J., "Private international law in the European Union and the exception of mutual recognition", *Yearbook of Private International Law*, Vol. 4, 2002, pp. 37-66

FERNÁNDEZ DE ARAOZ "Artículo 30. Entidades colocadoras y comercializadoras", en SÁNCHEZ CALERO, F. (Dir.), *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores. Comentario sistemático del RD 291/1992*, Editoriales de Derecho Reunidas SA, 1995, pp. 835-885

- "Artículo 31. Deberes de la entidad directora", en SÁNCHEZ CALERO, F. (Dir.), *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores. Comentario sistemático del RD 291/1992*, Editoriales de Derecho Reunidas SA, 1995, pp. 887-941

FERNÁNDEZ GREGORACI, B., *La representación indirecta*, Civitas, 2006

FERRAN, E., *Building an EU securities market*, Cambridge University Press, 2004

- "Cross Border Offers of Securities in the EU: Standard Life Flotation", www.ssrn.com, 2006

FERRARINI, G., *La responsabilità da prospetto*, Giuffrè, 1986

FERRARINI, G./ GIUDICI, P., "Financial scandals and the role of private enforcement: The Parmalat case", Law working Paper n° 40/2005, www.ecgi.com

FERRARINI, G./LEONARDI, M., "Italy", en HOPT, K./VOIGT, H.-C., *Prospekt- und Kapitalmarkt- informationshaftung*, Mohr Siebeck 2005, pp. 713-730

FITCHEN, J., "Choice of law in international claims based on restrictions of competition: articles 6(3) of the Rome II Regulation", *Journal of Private International Law*, Vol. 5, núm. 2, 2009, pp. 337-370

FRANCO, S./WURMNEST, W., "International Antitrust Claims under Rome II Regulation", en BASEDOW, J./ FRANCO, S./ IDOT, L. (Eds.), *International antitrust litigation*, Hart, 2011, pp. 91-129

FRANZINA, P., "La responsabilità precontrattuale nello spazio giudiziario europeo", *Riv. Dir. Int.*, núm. 3, 2003, pp. 714-745

- "Il Regolamento "Roma II" sulla legge applicabile alle obbligazioni extracontratuali", en CALVO CARAVACA, A.L./ CASTELLANOS RUIZ, E. (Eds.), *La Unión Europea ante el Derecho de la globalización*, Colex, 2008, pp. 299-370

FOX, M.B., "Retaining mandatory securities disclosure: why issuer choice is not investor empowerment", *Virginia Law Review*, núm. 85, 1999, pp. 1335-1419

- "Securities Disclosure in a globalizing market: who should regulate whom", *Michigan Law Review*, núm. 95, 1997, pp. 2498-2626

GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J., *Derecho internacional privado*, Civitas, 2012

- "Hermeneutic dialogue between Rome I and Rome II", en AAVV, *A Commitment to Private International Law. Essays in Honour of Hans Van Loon*, Intersentia, 2013, pp. 169-179
- "The law applicable to prospectus liability in the European Union", *Law and Financial markets Review*, November 2011, pp. 449-457
- "The Rome I Regulation: Exceptions to the Rule in Consumer Contracts and Financial Instruments", *Journal of Private International Law*, 2009, pp. 85-105

- "La cotización de sociedades españolas en mercados extranjeros: el rompecabezas normativo", *RDMV*, núm. 3, 2008, pp. 135-146
- "Un apunte sobre la "regla general" en el Reglamento Roma II", *AEDIPr*, T. VIII, 2007, pp. 241-250
- "Cross Border Listed Companies", *Recueil des Cours*, Vol. 328, 2007
- Derecho de sociedades y conflicto de leyes: la determinación de la lex societatis y su ámbito de aplicación", *Cuadernos de Derecho Judicial*, núm. 19, 2004, pp. 67-176
- "El Convenio de la Haya sobre la ley aplicable a ciertos derechos sobre valores depositados en un intermediario", *RDBB*, núm. 30, 2003, pp. 163-189
- "La racionalidad económica del Derecho internacional privado", *Cursos de Derecho internacional privado y Relaciones internacionales de Vitoria-Gasteiz*, 2001, pp. 87-154

GARRIGUES, J., *Los contratos bancarios*, Imprentas Aguirre, 1975

GIANNI, F./ MARANI, A./ GIUSTI, G., "Italy", en VAN GERVEN, D. (Ed.), *Prospectus for the Public Offering of Securities in Europe*, Cambridge 2009

GÓMEZ LAPLAZA, M.C., "Artículo 1262", en ALBADALEJO, M./ DIAZ ALABART, S., *Comentarios al Código Civil y Compilaciones Forales*, Tomo XVII, Edersa, 1993, pp. 48-154

GÓMEZ-POMAR, F./ RUIZ GARCÍA, J.A., "La noción de daño puramente económico: Una visión crítica desde el análisis económico del derecho", *InDret*, Working Paper, núm. 102, 2002

GÓMEZ YUBERO, M.J., "La educación financiera y su contribución al reequilibrio entre inversores e instituciones financieras", en AAVV, *Protección de los consumidores e inversores, arbitraje y proceso*, Editorial Reus SA, 2009, pp.39-63

GÖTHEL, S. R., "Grenzüberschreitende Rechtweite ausländischen Kapitalmarktrecht", *IPRax*, núm. 5, 2001, pp. 411-419

GRIMALDOS GARCÍA, M. I., *Responsabilidad civil derivada del folleto de emisión de valores negociables*, tirant lo blanch, 2001, pp. 35-37

- "La responsabilidad civil derivada del folleto en el ordenamiento portugués y el nuevo artículo 28 de la ley del mercado de valores (ex Real Decreto Ley 5/2005, de 11 de marzo)", *RDBB*, núm. 100, 2005,

pp. 141-175

- "Algunos apuntes acerca del desarrollo reglamentario del régimen de la responsabilidad civil derivada del folleto", *RDBB*, núm.102, 2006, pp. 271-279

GRUNDMANN, S., *European company law: organization, finance and capital markets*, Intersentia, 2007

HAZEN, T.L., *The law of Securities Regulation*, Thomson Reuters (eds.1996 y 2009)

HELLGARDT, A., "Mandatory disclosure" en BASEDOW, J./ HOPT, K./ ZIMMERMANN, R. (Eds.), *Max Planck Encyclopaedia of European Private Law*, Vol. II, Oxford University Press, 2012, pp. 1118-1121

HELLNER, M., "The country of origin principle in the E-commerce Directive: A conflict with conflict of laws?", en MUIR WATT, H./ PATAUT, E. (Eds.), *Le conflits de lois et le système juridique communautaire*, Dalloz, 2004, pp. 205-224

- "Unfair competition and acts restraining free competition", *Yearbook of Private International Law*, 2007, pp. 49-69

HERTIG, G./ KRAAKMAN, R./ ROCK, E., "Issuers and Investor Protection", en KRAAKMAN, R./ ARMOUR, J./ DAVIES, P./ ENRIQUES, L./ HANSMANN, H./ HERTIG, G./ HOPT, K./ KANDA, H./ ROCK, E., *The anatomy of Corporate Law. A comparative and functional approach*, Oxford, 2009, pp. 275-304

HONORATI, C., "The law applicable to unfair competition", en MALATESTA, A. (Ed.), *The unification of choice of law rules on torts and other non-contractual obligations in Europe*, CEDAM, 2006, pp. 127-158

HOPT, K., *Le banche nel mercato di capitali. Collocazione di valori mobiliari e responsabilità*, Giuffrè, 1995

ILLMER, M., "Contract (Formation)", en BASEDOW, J./ HOPT J. K./ ZIMMERMANN, R. (Eds.), *Max Planck Encyclopaedia of European Private Law*, Vol I, Oxford University Press, 2012, pp. 378- 383

- "Article 5: Product Liability", en HUBER, P. (Ed.), *Rome II Regulation*, Sellier, 2011, pp. 113-142

JACKSON, H.E./ ROE, M.J., "Public and private enforcement of securities laws: Resource based evidence", *Journal of Financial Economics*, núm. 93, 2009, pp. 207-238

JIMÉNEZ-BLANCO, A., *Derecho Público del Mercado de Valores*, Centro

de Estudios Ramón Areces, 1989

JUNKER, A., "Der Reformbedarf im Internationalen Deliktsrecht der Rom II-Verordnung drei Jahre nach ihrer Verabscheidung", *RIW*, núm. 5, 2010, pp. 257-269

KADNER GRAZIANO, T., "Freedom to choose the applicable law in tort – Articles 14 and 4(3) of the Rome II Regulation", en AHERN, J./ BINCHY, W. (Eds.), *The Rome II Regulation on the law applicable to non-contractual obligations*, Martinus Nijhoff Publishers, 2009, pp. 113-132

KALSS, S., "Recent developments in liability for nondisclosure of capital market information", *International Review of Law and Economics*, núm. 27, 2007, pp. 70-95

KIESSELBACH, P., "Prospectus liability: which law applies under Rome II Regulation", *Butterworths Journal of international Banking and Financial Law*, Vol. 26, 2011, pp. 195-197

KITCH, E.W., "Territorial scope of US securities law", en VAN HOUTTE, H. (Ed.), *The Law of cross-border securities transactions*, Sweet & Maxwell, 1999, pp. 173-195

KRONKE, H., "Capital markets and conflicts of laws", *Recueil des Cours*, Vol. 286, 2000, pp. 247-386

- "Connected and global Securities Market –with or without conflict of Laws?", en BAUMS, T./ HOPT, J./ HORN, N. (Eds.), *Corporations, Capital Market and Business in the Law*, Kluwer International, 2000, pp. 363-374

KRONKE, H./HAUBOLD, J., "Börsen und Kapitalmarktrecht", en KRONKE, H./MELIS, W./SCHNYDER, A. (Eds.), *Handbuch Internationales Wirtschaftrecht*, Verlag Dr Otto Schmidt Köln, 2006, pp. 1405-1622

LANDER, GUY P., "Regulation S –Securities Offerings outside the United States", 21 *N.C.J. Int'l & Com. Reg.* 339, 1996, pp. 340-394

LAPORTA, R./LOPEZ-DE-SILANES, F./ SHLEIFER, A., "What Works in securities laws?", june 2004, www.ssrn.com, *passim*

LARA AGUADO, A., *La contratación transfronteriza de valores negociables en la Unión Europea*, Comares, 2002

LEHMANN, M., "Proposition d'une règle spéciale dans le Règlement Rome II pour les délits financiers", *Rev crit DIP*, núm. 3, 2012, pp. 485-519

- "Where does economic loss occur?", *Journal of Private International*

Law, Vol. 7, núm. 3, 2011, pp. 527-550

- "Financial instruments", en LIEBLE/ FERRARI (Eds.), *Rome I Regulation*, European Law Publishers, 2009, pp. 85-98

LEIN, E. "The new Rome I/Rome II/ Brussels I synergy", *Yearbook of Private international law*, Vol. X, pp. 177-189

LEISTNER, M., "Comments: The Rome II Regulation Proposal", en KURB, A. (Ed.), *Intellectual Property and Private International Law*, Hart, 2005, pp. 177-199

LIPSTEIN, K., "Chapter 5: Characterization", en LIPSTEIN, K. (Ed.), *International Encyclopedia of Comparative Law*, Vol. III, Private International Law, Mohr Siebeck, 1999

LÓPEZ MARTINEZ, M., *La responsabilidad por el contenido del folleto informativo en las ofertas públicas de valores*, Civitas, 2003

LOSS L./SELIGMAN J., *Fundamentals of Securities Regulation*, Aspen (eds. 1988 y 2004)

LOWENFELD, A., "Public Law in the international arena: conflict of laws, international law and some suggestions for the interaction", *Recueil des Cours*, Vol. 163, 1979

MALATESTA, A., "Principio dello stato di origine e norme di conflitto dopo la direttiva 2006/123/CE sui servizi nel mercato interno: una partita finita?", *RDIPP*, núm. 2, 2007, pp. 293-312

MALONEY, N., *EC securities regulation*, Oxford University Press, 2008

MANKOWSKI, P., "Section 2: Special jurisdictions", en MAGNUS, U./ MANKOWSKI, P. (Eds.), *Brussels I Regulation*, Sellier, 2007, pp. 88- 230

- "Finanzverträge und das neue Internationale Verbrauchervertragsrecht des Art. 6 Rom I-VO", *RIW*, núm. 3, 2009, pp. 98-118

MARCOS, F., *"Las "Depositary Shares". La negociación cruzada de valores en mercados extranjeros*, Civitas, 2007

MASEDA RODRÍGUEZ, J., "El juego de las normas imperativas en el Reglamento Roma II sobre ley aplicable a las obligaciones no contractuales: límites a la aplicación de la *lex causae*", *Revista electrónica de estudios internacionales*, núm. 25, 2013, www.reei.org

MAZZEO, M., "La responsabilità da prospetto", *La Responsabilità Civile*,

UTET Giuridica, junio 2007, pp. 571-576

MCCONAUGHAY, P., "Reviving the "Public Law taboo" in international conflicts of laws", 35 *Stanford Journal of International Law*, 255, 1999, pp. 255-312

MENÉNDEZ MATO, J.C., *La oferta contractual*, Aranzadi, 1998

MILLS, A., "The application of multiple laws under the Rome II Regulation", en AHERN, J./ BINCHY, W. (Eds.), *The Rome II Regulation on the law applicable to non-contractual obligations*, Martinus Nijhoff Publishers, 2009, pp. 131-152

MOLONEY, N., *EC Securities Regulation*, Oxford University Press, 2008

MOURA VICENTE, D., "Precontractual liability in private international law: a portuguese perspective", *RechtsZeitschrift*, Vol. 67, 2003, pp. 699-725

MUIR WATT, H., "Integration and diversity: the conflicts of laws as a regulatory tool", en CAFAGGI, F. (Ed.), *The institutional framework of European private law*, Oxford, 2006, pp. 107-148

- "Cour de justice des communautés européennes -10 juin 2004 (aff. C-168/02)", *Rev crit DIP*, núm. 2, 2005, pp. 326-335

MULHERON, R., *The Class Action in Common Law Legal Systems*, Hart Publishing, 2004

NIELSEN, A.P., "Section 4: Jurisdiction over consumer contracts", en MAGNUS, U./ MANKOWSKI, P. (Eds.), *Brussels I Regulation*, Sellier, 2011, pp. 363-391

OLEO BANET, F., "Artículo 4: Tipos contractuales excluidos del ámbito de aplicación de la Ley" en MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A./DÍEZ PICAZO, L. (Dir.), *Comentarios a la Ley sobre condiciones generales de la contratación*, Civitas, 2002, pp. 230-263

OOI, M., *Shares and other Securities in the conflict of laws*, Oxford University Press, 2003

OULDS, M. K., "Prospekthaftung bei grenzüberschreitenden Kapitalmarkttransaktionen", *WM*, núm. 34, 2008, pp. 1573-1620

PALÁ LAGUNA, R., *Las ofertas públicas de venta (OPVs) de acciones*, McGraw Hill, 1997

PALMER, F., *Palmer's Company Law*, Vol. I, Stevensons&Sons, 1987

PAZ-ARES, C., "El gobierno corporativo como estrategia de creación de valor", *InDret*, Working Paper núm. 182, 2004

- "Un apunte sobre la ley aplicable a la emisión de obligaciones", *RDS*, núm. 15, 2000, pp. 219-222

PENNINGTON, R., *Pennington's Company Law*, 6ª Ed., Butterworths, 1995

PÉREZ DE LA CRUZ, A., "Lección 37: Títulos-valores. Teoría general", en MENÉNDEZ, A./ ROJO, A. (Dir.), *Lecciones de Derecho mercantil*, Civitas, 2010, pp. 945-962

PERTEGÁS, M., "The notion of contractual obligation in Brussels and Rome I", en MEEUSEN, J./PERTEGÁS, M./ STRAETMANS, G., *Enforcement of international contracts in the European union*, Intersentia, 2004, pp. 175-190

PETTET, B., *Company Law*, Longman, 2005

PIETRANCOSTA, A., "The "Public Offering of Securities" Concept in the new Prospectus Directive", en FERRARINI, G./WYMEERSCH, E., *Investor Protection in Europe: Regulatory Competition and Harmonization*, Oxford University Press, 2006

PLENDER, R./ WILDERSPIN, M., *The European private international law of obligations*, Sweet & Maxwell, 2009

POWELL, J., *Issuers and offers of company securities: the new regimes*, Sweet & Maxwell, 1998

RINGE, W-G/ HELLGARDT, A., "The international dimension of issuer liability –Liability and choice of law from a transatlantic perspective-", *Research Paper No. 10-05*, www.ssrn.com

RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., "El ámbito de aplicación de la Ley 7/1998, de 13 de abril, de condiciones generales de la contratación", en ESPIAU ESPIAU, S.,(Dir.) *Las condiciones generales de la contratación y la Ley 7/1998, de 13 de abril*, Marcial Pons, 1999, pp. 51-92

RODRÍGUEZ PINEAU, E., "Conflict of laws comes to the rescue of competition law: the new Rome II Regulation", *Journal of Private International Law*, Vol. 5, núm. 2, 2009, pp. 311-336

ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, C., "La responsabilidad de la entidad directora por las falsedades u omisiones contenidas en el folleto informativo de una emisión u oferta pública de venta de valores", *RDBB*, núm. 105, 2007, pp. 67-111

RUIZ DEL POZO, F.J./GARCÍA ALCUBILLA, R., *Mercado primario de valores: admisiones a negociación en mercados secundarios oficiales y ofertas públicas de venta o de suscripción*, Civitas, 2006

SÁNCHEZ ANDRÉS, A., *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, Civitas, 2008

- "La nueva legislación del mercado de valores (fundamentos económicos y jurídicos para la regulación de la materia), en SÁNCHEZ CALERO, F. (Dir.), *Perspectivas actuales de Derecho mercantil*, Aranzadi, 1995, pp. 91-119

SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., "Las ofertas públicas de venta (OPVs) de acciones", en AAVV, *Derecho de Sociedades Anónimas*, Civitas, 1994, pp. 1255-1327

- "Artículo 28. Definición", en SÁNCHEZ CALERO, F. (Dir.), *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores. Comentario sistemático del RD 291/1992*, Editoriales de Derecho Reunidas SA, 1995, pp. 773-801
- "Artículo 29. Requisitos exigibles" en SÁNCHEZ CALERO, F. (Dir.), *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores. Comentario sistemático del RD 291/1992*, Editoriales de Derecho Reunidas SA, 1995, pp. 803-831

SÁNCHEZ FERNÁNDEZ, S., "Mercado de valores y responsabilidad civil: modelos normativos", *AEDIPr*, T. XI, 2011, pp. 335-367

SCORZA, G., "I consorzi bancari di collocamento di titoli", en AAVV, *Le operazioni bancarie*, T. II, Giuffrè, 1978, pp. 1129-1164

SCOTT, A. "The scope of non contractual obligations", en AHERN, J./BINCHY, W. (Eds.), *The Rome II Regulation on the law applicable to non-contractual obligations*, Martinus Nijhoff Publishers, 2009, pp.57-83

SCOTT, H.S., "Internationalisation of primary public securities market revisited", en FERRARINI, G./HOPT, K./ WYMEERSCH E., *Capital markets in the age of euro*, Kluwer international Law, pp. 305-313

SILBERMAN, L.J., "Morrison v. National Australia Bank: implications for Global Securities Class Actions", 2011, www.ssrn.com

STONE, P., "Product Liability under the Rome II Regulation", en AHERN, J./BINCHY, W. (Eds.), *The Rome II Regulation on the Law Applicable to non-contractual Obligations*, Martinus Nijhoff Publishers, 2009, pp. 175-197

SYMEONIDES, C.S., "Accommodative Unilateralism as a Starting Premise in Choice of Law", en RASMUSSEN-BONNE/ FREER/ LÜKE/ WEITNAUER (Eds.), *Balancing interests: Liber Amicorum Hay*, 2005, pp. 417-43

- "The American Revolution and the European Evolution in Choice of Law: Reciprocal Lessons", 2008, www.ssrn.com.

TAPIA HERMIDA, A., *Derecho del mercado de valores*, Cálamo, 2003

TAPIA SÁNCHEZ, M.R., *Ofertas pública de suscripción: un enfoque contractual*, tirant lo blanch, 2004

- "Folleto único europeo (directiva 2003/71/CE)", en EMBID IRUJO, J. M./ROQUE VÍTOLO, D. (Dir.), *El Derecho de Sociedades en un marco supranacional, Unión Europea y Mercosur*, 2007, pp. 531-551
- "Consecuencias civiles por inexactitudes u omisiones del folleto informativo de OPA/OPS", *RDBB*, núm. 92, 2003, pp.49-87

TENEMBAUM, A., "Retombées de l'affaire Madoff sur la Convention de Lugano", *Rev crit DIP*, núm. 1, 2012, pp. 44-60

TENNEKOON, R. C. *The law of international finance*, Butterworths, 1991

TSCHÄPE, P. / KRAMER, R./ GLÜCK, O., "Die Rom II-Verordnung –Endlich ein eihentliches Kollisionrecht für die gesetzliches Prospekthaftung?", *RIW*, núm. 10, 2008, pp. 657-667

TUNG, F., "From monopolist to markets?: a political economy of issuer choice in international securities regulation", *Wisconsin Law review*, núm. 2, 2002, pp. 1363-1433

VALENZUELA GARACH, F., "Notas sobre la difusión en la distribución pública de emisiones de valores", en POLO DÍEZ, A. (Coord.), *Estudios de Derecho Bancario y Bursátil: homenaje a Evelio Verdura y Tuells*, Vol. 3, La Ley, 1994, pp. 2673-2704

VALMAÑA OCHAÍTA, M., *La responsabilidad civil derivada del folleto informativo en las ofertas públicas de venta y suscripción de acciones*, Wolters Kluwers, 2006

- "Distintos aspectos del régimen sobre el folleto en supuestos de OPV o admisión a cotización (Directiva 2003/71/CE del Parlamento y del Consejo)", *RDS*, núm. 23, 2004, pp. 81-107

VALPUESTA FERNÁNDEZ, R., "Artículo 1262", en CAÑIZARES LASO, A./ DE PALO CONTRERAS, P./ ORDUÑA MORENO, J./ VALPUESTA FERNÁNDEZ,

R. (Dirs.), *Código Civil comentado*, Vol. III, Civitas, 2011, pp. 632-638

VEGA PÉREZ, F., "Intervención bancaria en la emisión y colocación de valores negociables" en MÁRTINEZ-SIMANCAS SÁNCHEZ, J./ ALONSO UREBA, A., *Instituciones del mercado financiero*, Vol. 3, 1999, Sopec, pp. 1199-1232

VILLALTA, F. C., "La legge applicabile alla negoziazione di strumenti finanziari nel Regolamento Roma 1", en BOSCHIERO, N. (Ed.), *La nuova disciplina comunitaria della legge applicabile ai contratti (Roma I)*, G. Giappichelli Editore, 2009, pp. 417-442

VIRGÓS SORIANO, M., *El comercio internacional en el nuevo Derecho español de la competencia*, Civitas, 1992

- "La regulación jurídica del tráfico externo", en PÉREZ VERA, E., *Derecho internacional privado*, Vol. I, Colex, 2000, pp. 81-104

VIRGÓS SORIANO, M./GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J., *Derecho procesal civil internacional. Litigación internacional*, Civitas, 2007

VIRGÓS SORIANO, M./ GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F.J., "Estado de origen vs Estado de destino. Las diferentes lógicas del Derecho internacional privado", *InDret* núm. 4, 2004

VISCHER, F., "Art. 156", en GIRSBERGER, D. et al., *Zürcher Kommentar zum IPRG: Kommentar zum Bundesgesetz über das international Privatrecht (IPRG) vom 18 Dezember 1987*, Schulthess, 2004, pp. 1766-1774

VITELLINO, G., "Rome II from an internal market perspective", en MALATESTA, A. (Ed.), *The unification of choice of law rules on torts and other non-contractual obligations*, CEDAM, 2006, pp. 271-300

VOLDERS, B., "Culpa in contrahendo in the conflicts of laws. A commentary on article 12 of the Roma II Regulation", *Yearbook of Private international Law*, Vol. 9, 2007, pp. 127-135

VON HEIN, J., "Finanzkrise und internationales Privatrecht", en FASSBENDER, B./ WENDEHORST, C./ DE WET, E./ PETERS, A./ MICHAELS, R./ TIETJE, C./ MERKT, H./ WEISS, F. VON HEIN, J., *Paradigmen im internationalen Recht. Implikationen der Weltfinanzkrise für das international Recht*, pp. 369-427

- "Die Internationale Prospekthaftung im Lichte der Rom II-Verordnung", en BAUM H. (Ed.), *Perspektiven des Wirtschaftsrecht*, Dr Gruyter Recht, 2008, pp. 371-396

WATTER, R., "Art. 156", en HONSELL, H./ VOGT, N.P./ SCHNYDER, A.K./

BERTI, S.V. (Hrsg.), *Basler Kommentar zum Bundesgesetz über das internationale Privatrecht*, Helbing & Lichtenhan, 2007, pp. 1232-1241

WEBER, C., "Internationale Prospekthaftung nach der Rom II-Verordnung", *WM*, núm 34, 2008, pp. 1581-1588

WEGEN, G./LINDEMANN, C., "The law applicable to public offerings in continental Europe", en VAN HOUTTE, H. (ed.), *The law of cross-border securities transactions*, Sweet & Maxwell, 1999, pp. 153-171

WILDERSPIN, M./LEWIS, X., "Les relations entre le droit communautaire et les règles de conflits de lois des États membre", *Rev crit DIP*, Vol. 91, 2002, pp. 1-37

WOLF, K., *Going public in der Schweiz, in Deutschland und in den USA*, Haupt, 1994

WOOD, P.R., *Conflicts of Laws and International Finance*, Sweet&Maxwell, 2007

WÜSTHOFF, A./KLÄSNER, B., "Germany", en VAN GERVEN, D. (Ed.), *Prospectus for the Public Offering of Securities in Europe*, Cambridge, 2009, pp. 88-100

WYMEERSCH, E., "Securities Clearing and Settlement: Regulatory Developments in Europe", en FERRARINI, G./ WYMEERSCH, E., *Investor Protection in Europe*, Oxford University Press, 2006, pp. 465-483

ZUFFEREY, J.B., "Chapitre premier: Du prospectus obligatoire pour les émissions", en TERCIER, P./AMSTUTZ, M.(Eds.), *Commentaire Rommand. Code des obligations II*, Helbing Lichtenhan, 2003, pp. 2615-2645

ZUNZUNEGUI, F., *Derecho del mercado financiero*, Marcial Pons, 2000.

